

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES**

**Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
II**



**LAS OPERACIONES DE SALE AND LEASEBACK DE
ACTIVOS INMOBILIARIOS COMO INSTRUMENTO DE
MEJORA DE LA EFICIENCIA DE LAS ENTIDADES DE
CRÉDITO**

**MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR
PRESENTADA POR**

Amalia Lourdes. Echegoyen Soteras

Bajo la dirección de las doctoras

Amparo Cuadrado Ebrero
Elisa García Jara

Madrid, 2012

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad II



**LAS OPERACIONES DE SALE AND LEASEBACK DE
ACTIVOS INMOBILIARIOS COMO INSTRUMENTO DE
MEJORA DE LA EFICIENCIA DE LAS ENTIDADES DE
CREDITO**

TESIS DOCTORAL

DOCTORANDO

Amalia L. Echegoyen Soteras

DIRECTORAS

**Amparo Cuadrado Ebrero
Elisa García Jara**

Madrid, 2011

1. OBJETIVO, METODOLOGIA Y JUSTIFICACIÓN DE LA TESIS

- 1.1. Las peculiaridades del sujeto de la operación
- 1.2. El marco geográfico y normativo: la globalización
- 1.3. El protagonismo reciente de las operaciones de sale and leaseback
- 1.4. Incrementar la eficiencia en la gestión de recursos
- 1.5. Las repercusiones económico financieras de la operación
- 1.6. El factor inmobiliario
 - 1.6.1. La situación del mercado inmobiliario
 - 1.6.2. Las posibles motivaciones de carácter especulativo

2. ANTECEDENTES Y SITUACION ACTUAL

3. MARCO EXTERNO DE LAS OPERACIONES

- 3.1. Los inmuebles objeto de la operación de sale and leaseback
- 3.2. Los inversores
- 3.3. Los principales términos del arrendamiento
- 3.4. La presentación de ofertas

4. EL MARCO NORMATIVO GENERAL Y CONTABLE

- 4.1. Consideraciones generales
- 4.2. Arrendamiento financiero y arrendamiento operativo en las normas internacionales de contabilidad y en los pronunciamientos del FASB. Especial consideración del caso español.
 - 4.2.1. Los antecedentes de las actuales legislaciones

4.2.2. La situación actual

4.2.3. El proceso de convergencia: la futura regulación contable

4.3. Estudio normativo contable de las operaciones de sale and leaseback de inmuebles por las entidades de crédito

4.3.1. Consideraciones generales

4.3.2. Las variables determinantes de la calificación contable de la operación

5. DESARROLLO DEL ESTUDIO EMPIRICO

5.1. Objetivo

5.2. Población y muestra

5.3. Definición y establecimiento de hipótesis

5.4. Metodología para la contrastación de las hipótesis

5.4.1. Una cuestión previa: la gestión eficiente del capital y la determinación de su coste en las operaciones objeto de estudio

5.4.2. Análisis de los factores que determinan el impacto económico y financiero de la operación

5.4.3. El planteamiento de los contrastes de las hipótesis

5.5. Proceso de contrastación y resultados obtenidos

5.5.1. Determinación del coste de capital según el modelo CAPM

5.5.2. El impacto de las variables en el resultado económico de la operación

5.5.3. Análisis del impacto económico de las operaciones de sale and leaseback

5.5.4. Establecimiento de relaciones entre las variables para su
verificación empírica

5.5.6 Análisis de los ratios

6. CONCLUSIONES

7. BIBLIOGRAFIA

8. ANEXOS

8.1. Tabla de documentos contables utilizados

8.2. Índice de cuadros

8.3. Índice de gráficos

8.4. Listado de siglas empleadas

1. OBJETIVO, METODOLOGIA Y JUSTIFICACIÓN DE LA TESIS

El presente estudio se centra en las operaciones de venta de activos inmobiliarios por parte de las entidades de crédito, para su posterior arrendamiento en contratos a largo plazo. La terminología inglesa es frecuentemente utilizada para referirse a estas transacciones conocidas como operaciones de “sale and leaseback”.

Nuestro objetivo será probar que este tipo de operaciones son una estrategia de optimización bancaria y operativa, descartando otro tipo de motivaciones como las de mera especulación inmobiliaria. Formulada nuestra hipótesis de partida en estos términos, vamos a exponer la metodología que seguiremos para la contrastación de la misma.

Dada la variedad de aspectos significativos que es necesario abordar en el estudio, desde los puramente normativos hasta los más vinculados con estrategias de orden empresarial en la gestión de estas entidades, ha sido indispensable acotar un espacio temporal para llevar a cabo la investigación, y dicho periodo ha sido el de la primera década del siglo XXI y más concretamente el comprendido entre los años 2000 y 2010 (ambos inclusive).

El trabajo parte de considerar las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios como un instrumento de mejora de la eficiencia de las entidades de crédito. La eficiencia vendrá determinada en última instancia por el impacto financiero positivo que debiera derivarse de la ejecución de este tipo de operaciones y será en consecuencia, a través de los resultados financieros como abordaremos su estudio. Sin embargo y con carácter previo al análisis financiero, es preciso detenerse en un factor clave de estas operaciones que va condicionar todo su tratamiento normativo posterior y, por tanto es parte del estudio de su

eficiencia, que es precisamente la calificación contable de la operación al amparo de la normativa vigente en los distintos sistemas legales. Para ello resultará determinante el estudio de las variables que inciden en esa calificación a la que se dedicará una parte del estudio para abordar después la medición del impacto económico-financiero de la operación que, en última instancia permitirá contrastar la eficiencia de la estrategia que en definitiva es la hipótesis de partida.

Es importante diferenciar los dos grandes patrones normativos, y en consecuencia geográficos, bajo los que se vienen desarrollando este tipo de operaciones por las entidades de crédito: por una parte los Estados Unidos, con todo el cuerpo contable emitido por el Financial Accounting Standard Board (FASB), actualmente refundido en la Accounting Standards Codification¹ realizada por el mismo órgano y que entró en vigor para los ejercicios anuales finalizados a partir del 15 de Septiembre de 2009 y por otra parte, todos aquellos países, cuyo número se eleva casi a los 120² que, desde 2001 han requerido o permitido el uso de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF o IFRS en su terminología inglesa de International Financial Reporting Standards)

¹ La Codificación se configura desde su entrada en vigor como la única fuente no gubernamental autorizada en Estados Unidos de donde emanan los principios contables generalmente aceptados, tradicionalmente conocidos por sus siglas inglesas US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles). Toda la normativa anterior, parte de la cual ha sido de aplicación a las operaciones que serán objeto de análisis en el presente estudio hasta la entrada en vigor de la nueva, ha sido derogada. Cualquier otra normativa contable no incluida en la Codificación no es autorizada. Las normas e interpretaciones de las mismas llevadas a cabo por la Securities and Exchange Commission (SEC) bajo la autoridad de las leyes federales constituyen también una fuente autorizada de GAAP para las entidades que cotizan en la misma, con una serie de limitaciones en caso de entrar en conflicto con el cuerpo doctrinal de la Accounting Standards Codification.

² Según la última revisión realizada en Mayo de 2011 del documento de la Fundación IFRS titulado “Who we are and what we do”.

emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (al que en adelante nos referiremos por sus siglas inglesas IASB, International Accounting Standard Board) y que se configura desde su constitución (IFRS Foundation, 2010) como una entidad independiente, supervisada por un conjunto de fiduciarios de procedencia geográfica y profesional diversa, con obligación pública de rendir cuentas a un Consejo de Seguimiento de autoridades de mercados de capitales públicos³. La trascendencia de la diferenciación de estos dos grandes ámbitos reside tanto en la normativa que regula estas operaciones y que plantea un amplio campo de trabajo, como en la propia tradición con que cuentan las operaciones de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios en una y otra zona y que da lugar a peculiaridades en la operativa.

Para el desarrollo del trabajo abordaremos en primer lugar los antecedentes y la situación actual de este tipo de operaciones, pasando a estudiar en segundo lugar, cómo se configuran y desarrollan procedimentalmente las mismas. La literatura sobre este tipo de operaciones, no es particularmente extensa por lo que, el análisis de los protocolos seguidos por las entidades, unido al de la normativa vigente y sus antecedentes sobre la materia, cobra singular relevancia en el desarrollo del trabajo.

En tercer lugar, y dada la mencionada importancia de la calificación contable de la operación, es preciso detenerse en el marco normativo en general y el contable en particular, por el que se rigen estas operaciones. El recorrido por los antecedentes de la regulación vigente en la materia tanto de las Normas Internacionales de Contabilidad como de la Codificación contable de los Estados Unidos, es importante para explicar la configuración de las operaciones a lo largo del periodo estudiado. Paralelamente, dentro de los trabajos conjuntos llevados a

³ El Consejo cuenta además con el apoyo de un Consejo Asesor de las NIIF externo y un Comité de Interpretaciones de las NIIF para ofrecer guías cuando existan divergencias en la aplicación práctica.

cabo por los dos grandes organismos emisores de normas de contabilidad financiera, IASB y FASB, desde el año 2006⁴ con el objetivo de mejorar ambos cuerpos doctrinales alcanzando su convergencia, uno de los grandes proyectos ha sido el que se centra en la contabilización de los arrendamientos y cuyo fin es el de establecer un enfoque que permita reflejar adecuadamente en la información financiera todos los derechos y obligaciones surgidos a la luz de estos contratos para las dos partes implicadas. Aunque la finalización de los trabajos estaba inicialmente prevista para Junio de 2011, en la nota de prensa conjunta hecha pública por IASB y FASB el 21 de abril de 2011, se prolonga el plazo hasta el segundo semestre del año ante la complejidad de los mismos (IASB – FASB, 2011). Dado que la eficiencia de las operaciones analizadas está estrechamente vinculada con la regulación contable, será preciso abordar estos trabajos para valorar sus repercusiones futuras en las mismas y por tanto, la posibilidad de seguir manteniendo su validez como estrategias de optimización bancaria y operativa. La trascendencia de esta iniciativa de convergencia radica en que se podrá poner fin a la problemática que a nivel práctico plantean las diferencias normativas entre los dos grandes sistemas contables y que ha obligado, durante una parte importante del periodo temporal que abarca este estudio, a las entidades financieras que han realizado operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios, a explicar las diferencias contables entre ambos sistemas si sus acciones cotizaban en mercados financieros sometidos a una u otra regulación y

⁴ En la reunión del IASB que tuvo lugar en Londres del 18 al 21 de Julio de 2006, se acordó la inclusión del proyecto en la agenda solicitándose a sus colaboradores el establecimiento de un grupo de trabajo con experiencia relevante en la materia para asesorar al Consejo. Y el 7 de Diciembre de 2006 se hace pública una nota conjunta por parte del IASB y el FASB por la que se anuncia la composición de un nuevo grupo de trabajo internacional integrado por profesionales con amplia experiencia en el sector o con responsabilidad en la preparación, análisis o auditoría de estados financieros de empresas que realizan importantes contratos de arrendamiento.

que aún hoy, en tanto no se logre la deseada armonización contable obligan a los destinatarios de la información contable a realizar los oportunos ajustes de reconciliación.

En cuarto lugar, pasaremos a la contrastación de la hipótesis de partida en la realidad a través del desarrollo de un estudio empírico en el que analizaremos las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios realizadas por las entidades financieras en el periodo comprendido entre los años 2000 y 2010, siempre que se encuentren sometidas en cuanto a sus obligaciones contables a uno de los dos grandes patrones a los que nos venimos refiriendo: normativa emanada del IASB o del FASB. La obtención de los datos se fundamentará exclusivamente en documentos de carácter público, realizándose un trabajo exhaustivo de recopilación que encontrará su principal dificultad en la falta de cumplimiento estricto por parte de algunas entidades de la obligación de consignar en sus estados financieros los datos más significativos de esta operativa. Definidas las variables relevantes, el tratamiento estadístico de las mismas nos permitirá verificar el cumplimiento tanto de la hipótesis de partida como de otras afirmaciones que iremos formulando a lo largo del trabajo.

El análisis de las operaciones, además de ofrecer los datos necesarios para el desarrollo del estudio empírico, nos permitirá también identificar en la práctica, y por tanto en transacciones concretas, diferentes cuestiones relevantes en cuanto a procedimiento, normativa y clausulado de los contratos; por todo ello, a lo largo de esos apartados, previos al estudio propiamente empírico, iremos realizando las referencias a algunos de los casos reales en los que hemos podido constatar los diferentes temas abordados en la exposición.

Finalmente, a la luz de los resultados obtenidos en el estudio empírico y de los diferentes aspectos que serán objeto de análisis en el resto del trabajo, procederemos a la formulación de las conclusiones de la tesis.

El estudio comprende un ámbito geográfico global si bien a lo largo del mismo iremos, sin descuidar ese planteamiento conjunto haciendo especial referencia tanto a la normativa como a las propias operaciones realizadas en España y en la Unión Europea, puesto que la importancia relativa de las mismas en el conjunto de las llevadas a cabo en el periodo analizado justifica ampliamente que nos detengamos en ellas.

1.1. LAS PECULIARIDADES DEL SUJETO DE LA OPERACION

Las entidades de crédito son empresas con particulares características dentro del universo de las sociedades mercantiles presentes en la actividad económica. Como señala Levine (2005), ha sido la importante relación existente entre los bancos y la economía real, la que ha guiado en todo momento la preocupación de investigadores y organismos internacionales a la hora de desarrollar todo tipo de directrices y recomendaciones sobre la regulación y supervisión bancaria. Las entidades de crédito realizan una función de movilización y asignación eficiente de capitales a aquellos proyectos con mayor rentabilidad social, promoviendo el crecimiento y la innovación del tejido empresarial. Desde hace años los países con sistemas financieros desarrollados cuentan con organismos supervisores que ejercen su control sobre las entidades de crédito y que, en una parte importante, se centran en el grado de cumplimiento de las normas sobre recursos propios. En este sentido el Fondo Monetario Internacional, El Banco Mundial y otras agencias internacionales han planteado extensos documentos sobre “buenas prácticas”⁵ que urgen a todos los países a implementar. En esta misma línea es necesario destacar los tres pilares que fundamentaban el Acuerdo de Basilea II: los procedimientos de medición y control de los requerimientos mínimos de capital; la mejora de las prácticas de supervisión y la dotación a los supervisores de los medios de análisis y disciplina necesarios; y finalmente, la creación de una disciplina de mercado para las

⁵ Entre otros, el Fondo Monetario Internacional adoptó por su Comité Provisional el 26 de septiembre de 1999 un Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras, declaración de principios a la que posteriormente se une un documento complementario del Código aprobado por el Directorio Ejecutivo el 24 de Julio de 2000.

entidades financieras que les obligue a ofrecer información clara sobre sus actividades.

Avanzando más en esta línea, desde 2008 comenzaron a darse pasos fundamentales para el establecimiento de lo que el Informe Anual de 2009 del Banco de España⁶, ha denominado un nuevo marco global de coordinación internacional en los ámbitos de la regulación y supervisión del sistema financiero, entre cuyos objetivos básicos destacan reforzar la base de capital y la liquidez de las entidades bancarias, reducir la probabilidad y el impacto de la quiebra de las entidades sistémicas, evitar la toma excesiva de riesgos y profundizar en la supervisión y regulación financieras tanto en los segmentos relevantes como en el ámbito transnacional. La creación en la cumbre del G-20 de abril del 2009 del Consejo de Estabilidad Financiera (conocido por sus siglas inglesas Financial Stability Board, FSB) supone la concreción de esa cooperación internacional, asumiendo una función de dirección estratégica del trabajo de las instituciones internacionales en el ámbito financiero. Dentro de estas últimas, el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea, trabaja en varias propuestas para aumentar y reforzar la calidad del capital y la liquidez de las entidades financieras, aspectos ambos que revisten singular relevancia en el ámbito de las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios por parte de las entidades financieras en cuyo estudio nos estamos centrando.

Por tanto, las operaciones objeto de nuestro análisis son realizadas por entidades a las que los diversos regímenes normativos sujetan a una reglamentación y supervisión propia y específica; el hecho de que su estructura patrimonial difiera en gran medida del resto de las sociedades, fundamenta un tratamiento contable altamente especializado tanto por lo que a las cuentas anuales se refiere como a los principios económico-financieros a aplicar.

⁶ En el documento: El entorno exterior del área del euro. El nuevo marco de coordinación de la regulación, supervisión y vigilancia financieras globales.

A nivel comunitario, el Protocolo (nº 4) sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo establece en el artículo 3.3 entre las funciones del mismo⁷, la de contribuir a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero y, posteriormente lo desarrolla en artículo 25 del citado texto legal.

En estricto cumplimiento de la legalidad comunitaria, el Banco de España se configura a sí mismo en la Circular 4/2004, de 22 de Diciembre como “*regulador contable sectorial*” o lo que es lo mismo “*como emisor de las normas de contabilidad obligatorias para el sector bancario*” y, sin perjuicio de todas las funciones que emanan de su integración en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, el artículo 7.6 de la Ley de Autonomía de 1994, le otorga, entre otras, la función de supervisar la solvencia y el cumplimiento de la normativa específica de las entidades de crédito.

El Bundesbank en Alemania, se "configura como supervisor del negocio bancario y de los servicios financieros" en virtud de la ley bancaria conocida como Kreditwesengesetz, KWZ (Banking Act, 1998), destacando entre sus principales tareas la emisión de normas generales (principios y reglamentos), la supervisión ordinaria, o la auditoría.

En Estados Unidos, la Reserva Federal tiene encomendada como una de sus cuatro grandes funciones, la supervisión y regulación de las instituciones bancarias para garantizar la seguridad y solvencia del sistema financiero, así como los derechos de crédito de los consumidores. Como expone el propio Consejo de

⁷ De conformidad también con lo dispuesto en el apartado 5 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

Gobierno de la Reserva Federal⁸ (2005) la supervisión bancaria implica el seguimiento, inspección y examen de las organizaciones bancarias para verificar su situación y cumplimiento con la legalidad vigente. De no ser así, la Reserva Federal tomará las acciones pertinentes para proceder a la corrección de los problemas. Sus facultades regulatorias se extienden a su capacidad tanto de emitir normas específicas como a la de formular los criterios por los que deben de regirse las operaciones, actividades y adquisiciones de las instituciones bancarias.

La Reserva Federal, el Bundesbank o el Banco de España son tres de los numerosos bancos centrales que asumen entre sus competencias la supervisión y regulación de las entidades de crédito y que por tanto, someterán también a vigilancia las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios para asegurar que su desarrollo y reflejo en los estados contables se ajuste a la legalidad vigente.

⁸ La publicación del Consejo de Gobierno de la Fed, The Federal Reserve System, Purposes and Functions, recoge una visión detallada de la estructura, responsabilidades y operaciones del Sistema de la Reserva Federal. Elaborado en su primera edición en 1939, la novena y última edición hasta la fecha es la de Junio de 2005 en la que se procede a la revisión de la inmediatamente anterior de Diciembre de 1994 con la finalidad de reflejar en ella los cambios en la regulación monetaria y otros ámbitos normativos.

1.2. EL MARCO GEOGRAFICO Y NORMATIVO: LA GLOBALIZACION

Europa y Estados Unidos constituyen junto con Australia, dos de las grandes áreas geográficas donde las entidades de crédito tradicionalmente han venido realizando operaciones de sale and leaseback sobre sus activos inmobiliarios con el objetivo de optimizar sus estrategias bancarias y operativas. En España la implementación de este tipo de estrategias ha sido relativamente reciente sin embargo, la magnitud de algunas de estas operaciones sitúa a las mismas en niveles comparables con las realizadas por las grandes entidades financieras en otros países europeos o incluso en los Estados Unidos. Así, las operaciones realizadas por Banco Santander en las que procedió a la venta y posterior arrendamiento de su red de sucursales en España, de algunos de sus edificios más representativos en las capitales de provincia y del complejo de reciente construcción dónde alberga en la actualidad la mayoría de sus servicios centrales, supusieron transacciones por importe de 2.500 millones de euros en 2007 y 1.900 millones de euros en 2008. También BBVA procedió a la implementación de una estrategia similar en relación a una gran parte de los inmuebles de los que era propietario en España, ascendiendo en este caso las operaciones a 1.200 millones de euros en 2009 y unos 400 millones en 2010. La interrelación existente entre los distintos sistemas financieros es una realidad de modo que, ninguna entidad puede permanecer ajena a los que sucede en el resto del sistema financiero y las entidades españolas son un claro ejemplo de la importancia de adoptar soluciones innovadoras para, manteniendo una sólida posición de solvencia, poder competir con otros bancos en un entorno de fuerte inestabilidad económica y financiera.

Este proceso de globalización ha ido acompañado de otro paralelo de armonización normativa no exento de una elevada complejidad y que se da a distintos niveles. Así, en el caso de la Unión Europea, el proceso de convergencia

a nivel legislativo de los distintos países se encuentra muy avanzado, y prueba de ello son las numerosas directivas en materia financiera que, con posterioridad han tenido que ser objeto de adaptación en cada uno de los Estados miembros, así como la propia existencia del Banco Central Europeo. Sin embargo es mucho el trabajo que todavía queda por hacer. La Circular 4/2004 del Banco de España anteriormente citada, tiene por objeto modificar el régimen contable de las entidades de crédito españolas, adaptándolo al nuevo entorno contable derivado de la adopción por parte de la Unión Europea de las Normas Internacionales de Información Financiera (las “NIIF” o “IFRS” en sus siglas inglesas) mediante Reglamentos Comunitarios conforme a lo dispuesto en el Reglamento 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de Julio de 2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad. En esta misma línea en Alemania, la sexta ley de reforma de la “Banking Act”, que entró en vigor el 1 de Enero de 1998, lleva a cabo la adaptación de las directivas comunitarias en la materia, al tiempo que se armoniza la legislación sobre supervisión bancaria en la Comunidad Económica Europea. Similares iniciativas se han desarrollado en el resto de los países miembros de la Unión. Desde 1995 la Comisión Europea optó por alinearse con la corriente armonizadora impulsada por el International Accounting Standards Committee (IASC) y la International Organization of Securities Comission (IOSCO) de forma que, los pronunciamientos del primero han sido establecidos como referentes para la comparabilidad de la información suministrada por las empresas. Así, será la Norma Internacional de Contabilidad número 17 relativa a los arrendamientos, la que contiene las disposiciones normativas por las que se regulan las operaciones objeto de estudio con un apartado específico dedicado a las transacciones de venta con arrendamiento posterior.

Estados Unidos constituye la otra referencia obligada por tratarse de un país cuyos mercados financieros tienen un alto grado de sofisticación, frecuentemente liderando los procesos de innovación financiera, lo que ha provocado también un desarrollo normativo que en ocasiones se anticipa y es más

pormenorizado que el europeo como sucede en el caso de las operaciones objeto de nuestro estudio. La normativa reguladora de las operaciones de sale and leaseback en Estados Unidos cuenta con una larga tradición que se remonta a Noviembre de 1976 con el primer pronunciamiento del FASB sobre la materia: Financial Accounting Statement No.13 “Accounting for Leases”, donde ya se abordaban específicamente las operaciones de sale and leaseback y que ha sido objeto de modificaciones posteriores, de mayor o menor envergadura como veremos con posterioridad, hasta culminar en la redacción actual de la Accounting Standards Codification que comienza a ser efectiva para los periodos contables anuales que finalicen con posterioridad al 15 de Septiembre de 2009.

Ambos cuerpos contables, americano y europeo, contienen divergencias en la regulación de los arrendamientos y desde esta perspectiva, la convergencia de las diferentes legislaciones es algo fundamental, para las empresas en general y para las entidades de crédito en particular, en la medida en que hace posible un análisis comparativo entre ellas al tiempo que, les permitirá competir en términos de igualdad. Dando un paso más en el proceso de convergencia, en 2006 se ponen en marcha los trabajos conjuntos del IASB y del FASB con el objetivo de mejorar ambas normativas y caminar hacia un cuerpo único. Este proyecto se estudiará con detalle por su trascendencia más adelante pero, es necesario destacar en este punto la relevancia de estas divergencias. Tradicionalmente las entidades que cotizaban simultáneamente en mercados bursátiles que exigían la formulación de cuentas anuales bajo distintos parámetros, se veían obligadas a realizar una reconciliación de cuentas que, en ocasiones, podía afectar considerablemente al resultado. Es el caso de los bancos europeos que también cotizan en la bolsa de valores de Nueva York y que por tanto, además de formular sus cuentas de conformidad con las NIIF, debían de presentar los ajustes oportunos en los términos exigidos por la Securities and Exchange Commission, como órgano competente en esta materia. Es cierto que estos inconvenientes se han visto parcialmente atenuados con la “Final rule” de la SEC efectiva desde el 4 de Marzo de 2008, en virtud de la cual se aceptarán los formularios de estados financieros

presentados por compañías privadas extranjeras, siempre y cuando sean preparados de conformidad con las Normas Internacionales de Contabilidad emitidas por el IASB sin necesidad de proceder a su reconciliación con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Estados Unidos. A pesar de esta medida que, como hemos señalado, mitiga los inconvenientes desde el punto de vista de la presentación formal de estados contables, las divergencias normativas siguen afectando a la comparabilidad de los datos ofrecidos por unas y otras entidades y, en última instancia, obligando a los destinatarios de la información contable a formular los oportunos ajustes y reconciliaciones para hacer factible la comparación.

En el caso de las operaciones de sale and leaseback, las divergencias son varias como veremos con posterioridad, pero aquí nos limitaremos a citar una tan significativa como que la normativa emanada de IASB permite el reconocimiento íntegro de la plusvalía o minusvalía resultante de la venta del inmueble en el ejercicio de la operación, siempre que se cumplan determinados requisitos, mientras que los pronunciamientos del FASB obligan a la periodificación del resultado contable a lo largo de la vida de la operación. El impacto en resultados de la aplicación de uno u otro criterio es significativo sobre todo en aquellos casos, como veremos en el estudio empírico, en los que las plusvalías son relevantes.

Por todo ello, el proceso de convergencia de ambos sistemas en materia de arrendamientos, reviste especial importancia para todos los destinatarios de la información contable, esperándose su conclusión con éxito para finales de 2011⁹.

⁹ Según la nota de prensa conjunta del IASB y FASB publicada el 21 de Abril de 2011.

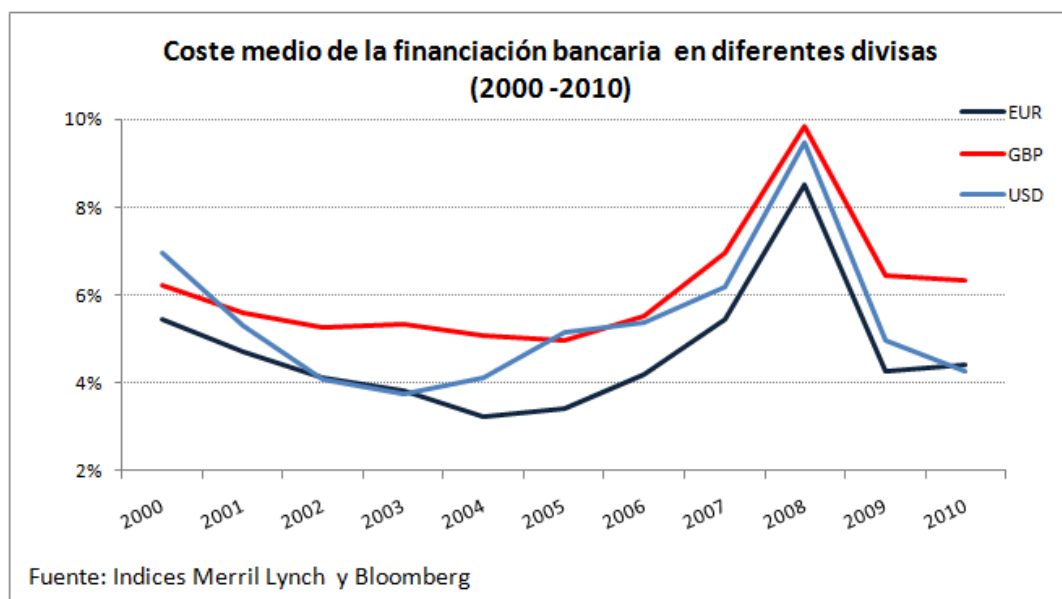
1.3. EL PROTAGONISMO RECIENTE DE LAS OPERACIONES DE SALE AND LEASEBACK

Las operaciones de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios se han venido realizando con cierta frecuencia desde hace décadas pero actualmente se ha incrementado el número de empresas que han visto en la “monetización” de esta clase de activos un recurso del que se puede obtener una rentabilidad superior a la de mantenerlos en sus balances, aplicando, como señalan Whiting (1999), Barris (2002), Farb (2003) o Mattson-Teig (2007), los fondos derivados de la venta a la financiación de actividades que sí pertenecen propiamente al ámbito natural de su negocio, bien reduciendo su deuda, bien facilitando políticas de expansión como las fusiones y adquisiciones o a través de una combinación de ambas.

Como ponen de manifiesto Liow y Nappi-Choulet (2008), la importancia del capital inmovilizado, tanto en terrenos como en edificios, en el caso de compañías no dedicadas al negocio inmobiliario, se ha puesto de manifiesto en las últimas décadas, hasta el punto de llegar a hablar del “quinto recurso” de la empresa después del capital, los recursos humanos, la tecnología y la información. En esta misma línea, Roulac (2001) ha destacado la evolución en la gestión de los activos inmobiliarios pasando del enfoque de la mera custodia, propio de la década de los años 70, hasta la aproximación estratégica actual en la que su gestión se ha convertido en fuente de crecimiento, eficiencia y rentabilidad para las empresas. Cada vez son más numerosas las empresas que buscan fórmulas innovadoras y alternativas de gestión de sus recursos inmobiliarios, destacando tres grandes líneas: el outsourcing, las operaciones de sale and leaseback objeto del presente trabajo o la utilización de productos estructurados como pueden ser la titulación de activos inmobiliarios y su posterior colocación entre inversores en los mercados financieros.

En el caso de las entidades de crédito, las mencionadas motivaciones cobran singular relevancia debido al entorno altamente competitivo en el que vienen desarrollando su actividad desde mediados de la década de los noventa, con un estrechamiento de márgenes que presiona sus cuentas de resultados y con unas necesidades de crecimiento y expansión para la propia supervivencia que precisan ser financiadas. A estas consideraciones, ya por sí mismas relevantes, vienen a unirse otras dos que cobran especial protagonismo desde mediados de 2007: liquidez y capital. En los primeros años de nuestro periodo de estudio, entre el 2000 y el inicio de la crisis financiera cuyos efectos todavía nos encontramos viviendo, en Agosto de 2007, la apelación al mercado de capitales para todo tipo de empresas, pero en particular para las entidades financieras de buena calidad crediticia, era considerada como un recurso fácil y barato. Sin embargo, a partir de esa fecha son manifiestas las dificultades con que se encuentran las instituciones financieras a la hora de obtener liquidez y sobre todo, al tener que pagar por ella unos elevados costes que, a corto plazo ponen en peligro la rentabilidad económico-financiera de los nuevos proyectos, y en el medio y largo plazo pueden tener negativas repercusiones en el ámbito de la solvencia. A esta situación se suman en los momentos más agudos de la crisis las dificultades para encontrar capital: las colocaciones de emisiones de preferentes junto con las ampliaciones de capital son excepcionales y el recurso a los beneficios retenidos resulta inviable cuando los resultados han caído vertiginosamente. En el gráfico 1 se observa el fuerte incremento de los costes de financiación para las entidades bancarias en el periodo señalado.

Gráfico 1



Por tanto, liquidez y capital se convierten en dos factores claves, sobre los que probaremos el efecto positivo en su gestión que pueden aportar las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios por parte de las entidades financieras.

Siguiendo esta línea de las repercusiones en materia de solvencia destacamos con Cocheo (2008) el hecho de que los reguladores mantengan permanentemente unas exigencias de capital para las entidades bancarias. Así los trabajos del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (2010), al que nos hemos referido con anterioridad, han concluido en propuestas para aumentar y reforzar la calidad del capital y la liquidez de las entidades financieras, revisando la definición de capital regulatorio y la medición del riesgo de contraparte, al tiempo que se estudia el establecimiento de un estándar de liquidez¹⁰.

¹⁰ Estos trabajos tienen sus antecedentes recientes en el Acuerdo de Capital de Basilea de 1988 y su posterior revisión entre los años 2001 y 2006 que se recogieron en el

En estas circunstancias los inmuebles titularidad de las instituciones financieras se presentan como una atractiva fuente de capital al tiempo que la única razón para mantenerlos en sus balances radica en una expectativa de revalorización futura de los mismos. Sin embargo esta no es una actividad propia de los bancos por lo que en cierta medida supone un uso no eficiente del capital ya que, de conformidad con la legislación vigente y a la hora de calcular los requerimientos de capital de los bancos, los activos fijos y por tanto las propiedades inmobiliarias pertenecen a la categoría de activos en riesgo ponderados al 100%. De ahí la importancia derivada de unas operaciones como las de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios que, como trataremos de probar, son una potencial fuente de financiación a un coste razonable al tiempo que mejoran la situación de los recursos propios.

En definitiva y como señala Villasante (2003), las entidades de crédito se enfrentan en los primeros años del siglo XXI a un conjunto de cambios profundos y veloces: en los modelos de gestión, en el entorno tecnológico, en la situación competitiva así como en las exigencias de transparencia y en las expectativas externas sobre su actuación.

En Europa las primeras operaciones de cierta envergadura del periodo analizado son las llevadas a cabo en los años 2003 y 2004 por Deutsche Bank que ascendieron a un importe resultante de la venta de unos 1.300 millones de euros y la de Dresdner Bank (integrado entonces en el grupo Allianz) en 2005 que alcanzó un montante superior a los 2000 millones de euros. Desde mediados de la década estudiada y como parte de una estrategia planificada para su ejecución en varios

documento conocido como Basilea II. En la actualidad, Basilea III se presenta como un conjunto integral de medidas de reforma para fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario formando parte de un proyecto aprobado en Septiembre de 2009 y que, tras un proceso consultivo, ha llevado a la adopción de una serie de medidas que serán de progresiva implantación.

años, entidades como Allied Irish Banks o Barclays han vendido y posteriormente alquilado sus activos inmobiliarios desde el 2006 al 2010 y 2009 respectivamente. Destaca también la operación realizada por HSBC con su sede en Londres en 2007 por importe superior a 1.000 millones de libras esterlinas y cuyas vicisitudes posteriores de la misma, serán objeto de desarrollo más adelante.

En España el camino emprendido por Banco Santander y BBVA realizando operaciones de sale and leaseback de sus activos inmobiliarios ha sido seguido por otras entidades como Banco Pastor, Banco Popular, Banco Sabadell, Banesto, Banco Guipuzcoano o Caja Madrid cuyas operaciones, en el caso de que cumplan los requisitos para entrar a formar parte de la población, serán objeto de análisis en el estudio posterior. Sin embargo, todavía sigue siendo importante el peso de los activos inmobiliarios destinados a uso propio en el conjunto de sus balances por lo que es previsible que, en los próximos años, este tipo de operaciones cobren relevancia y se conviertan también en nuestro país, en una alternativa más para la optimización de la estructura de capital de los bancos y cajas de ahorros.

Fuera de Europa, a las operaciones realizadas por grandes entidades americanas como Bank of America, Citigroup o Wachovia, se unen las realizadas por otros bancos de tamaño mediano como Old National Bancorp y Sun Trust Bancorp o los australianos St George Bank, Bendigo Bank o WestPac.

Si bien los cambios regulatorios, tanto en materia contable como de requisitos de solvencia, que se concretarán en los próximos meses, serán un factor importante que condicionará en el futuro la ejecución de las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios por parte de las entidades de crédito, el actual entorno financiero hace previsible que sea cada vez mayor el número de entidades que realicen estas transacciones como parte de una gestión integral de sus balances en los próximos años.

1.4. INCREMENTAR LA EFICIENCIA EN LA GESTIÓN DE RECURSOS

El punto de partida del estudio se encuentra en considerar este tipo de operaciones como una estrategia de optimización bancaria. La venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios supone que la entidad de crédito transfiere la propiedad de unos recursos que precisa para el desarrollo de su actividad a un tercero, si bien va a mantener sus facultades de uso sobre los mismos en virtud del contrato de arrendamiento. Cabe plantearse en una primera aproximación de la cuestión si este tipo de operaciones pueden dar lugar a una gestión más eficiente de unos recursos como son los activos inmobiliarios. Nos encontraríamos pues, ante distintas opciones a la hora de gestionar este tipo de recurso, dentro de las cuales podríamos hablar de las operaciones de sale and leaseback como una estrategia de cooperación entre empresas que, Fernández Sánchez (1993) considera como un acuerdo entre dos o más empresas independientes que unen o comparten parte de sus capacidades o recursos sin llegar a fusionarse, de forma que instauran un cierto grado de interrelación para realizar una o varias actividades que contribuyen a incrementar sus ventajas competitivas. En el caso de las operaciones de sale and leaseback, las entidades bancarias ceden la gestión inmobiliaria de esos recursos a empresas que si tienen tal actividad como objeto social principal, al tiempo que pueden mantener exclusivamente el uso de dichos bienes que es estrictamente necesario para la actividad que si es propia de ellas.

Esta cooperación permite a la empresa concentrarse en sus competencias distintivas, a la vez que se aprovecha de la eficiencia de otras empresas en sus respectivas áreas de especialidad. Así la entidad de crédito puede, como sostiene Jarillo (1989), “romper con los límites del crecimiento sostenible, pues no tiene que soportar todas las inversiones que requiere su desarrollo”. A ello se une la ventaja señalada por Costa (1989) de permitir una respuesta rápida y flexible a las

nuevas condiciones competitivas, lo que en el entorno financiero reviste singular importancia.

Desde esta perspectiva son diversas las motivaciones que se pueden encontrar en el origen de estas operaciones como han sido puestas de manifiesto con carácter general por diversos autores. Así Mariti y Smiley (1983) hablan de la obtención de economías de escala y de reparto de riesgos; Porter y Fuller (1988) además de la obtención de economías de escala o aprendizaje, mencionan el acceso a un mejor conocimiento o capacidad para realizar una determinada actividad, la reducción del riesgo o la ordenación de la competencia; la OCDE (1989) se refiere a la existencia de recursos especializados complementarios y a la distribución del valor añadido y Lado y Kedia (1992) ponen de manifiesto la congruencia de objetivos y la complementariedad de recursos.

Por tanto nos encontramos en primer lugar con que este tipo de operaciones pueden conducir a una gestión más eficiente de uno de los recursos que las entidades de crédito precisan para el desarrollo de su actividad: los activos inmobiliarios. Sería lo que algunos autores como Liow (2008) han denominado como el enfoque desde una “perspectiva del negocio” que maximiza la utilización del espacio al tiempo que minimiza los costes operativos; pero con independencia de las ventajas derivadas de la transmisión del riesgo inmobiliario a otros agentes económicos que poseen un grado de especialización mucho más elevado en la gestión del mismo, existe también una perspectiva financiera de eficiencia en la gestión del capital que cobra especial relevancia y que nos lleva a plantear las repercusiones económico financieras para las entidades bancarias derivadas de la realización de este tipo de operaciones.

1.5. LAS REPERCUSIONES ECONÓMICO FINANCIERAS DE LA OPERACIÓN

Las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios son frecuentes en distintos sectores económicos pero en los últimos años han cobrado especial relevancia en el caso de las entidades de crédito en un entorno caracterizado por costes crecientes, reducción de los márgenes de beneficio y en ocasiones, por la necesidad de gestionar grandes redes de establecimientos o sucursales fruto de los procesos de fusiones y adquisiciones.

La venta de activos genera plusvalías que incrementan los recursos propios y fortalecen los coeficientes de solvencia, consideraciones importantes especialmente para entidades que se encuentran inmersas en procesos de expansión y crecimiento. Como señala Villasante (2003), si para cualquier empresa la política de recursos propios es un factor clave de su estrategia financiera, mucho más resulta para las entidades de crédito, dada la variedad y complejidad de los riesgos bancarios, el dinamismo del sector, el elevado apalancamiento con que se opera y, sobre todo, el hecho de que el negocio bancario se encuentre basado en la confianza lo cual solo es posible con una gestión eficaz, sana y prudente.

Además suele tratarse de activos que las entidades adquirieron en el pasado y que figuran en sus balances por valores contables muy reducidos comparados con los precios que alcanzan en la actualidad tras el fuerte recorrido alcista en precios de los mercados inmobiliarios. Así, la venta genera liquidez y solvencia para adquirir otros activos básicos. Se trata de optimizar recursos financieros en una actividad fuertemente regulada y que en unos mercados fuertemente competitivos, necesita seguir creciendo para su supervivencia.

A priori y a la luz de estas consideraciones se puede plantear la importancia económico-financiera de la maximización del precio de venta con la

consiguiente obtención de recursos de capital. Sin embargo existen otros condicionantes que necesariamente habrá que tener presentes en el desarrollo de la operación como son la eliminación de riesgos operacionales durante la vida del arrendamiento, la flexibilidad en la gestión y utilización de los activos y, la protección de los intereses de la entidad sobre los inmuebles en el largo plazo, en la medida en que se trata de un recurso necesario para el desarrollo de la actividad.

Por otro lado tienen lugar una serie de repercusiones que, potencialmente y como estudiaremos en la práctica, tendrán su reflejo en los estados financieros de la entidad de crédito y que, aunque serán objeto de desarrollo extenso con posterioridad, ahora nos limitamos a apuntar:

- La transformación de activos “no rentables” en otros que sí lo son: los activos inmobiliarios son activos que una entidad de crédito precisa para el desarrollo de su actividad pero en sí mismos no generan directamente ninguna rentabilidad, por el contrario suponen un consumo de capital que, en términos económicos tiene un coste. Con una operación de venta y posterior arrendamiento, se incrementa la liquidez de la entidad, lo que permite destinar estos fondos al aumento del volumen de préstamos o a la inversión en otros activos que sí son propiamente financieros, como pone de manifiesto Horn (2000), y que tienen una rentabilidad más elevada para el banco, con lo que mejorará su cuenta de resultados tanto por la parte de sus ingresos netos como por la parte del propio margen. En definitiva, los ingresos netos derivados de la venta suponen capital y liquidez que puede destinarse a los más diversos fines.
- Si el precio de venta es superior al valor contable del activo, la plusvalía permite mejorar los resultados de la entidad.
- Supresión del coste de la amortización: La reducción de costes operativos supone la mejora del ratio de eficiencia.

- Dado que el activo vendido se da de baja del balance de la entidad, como indican Martínez (1999) y Barris (2002), también mejoran los ratios de rentabilidad sobre activo.
- Generación de capital TIER I y por tanto, soporte para adquirir otros activos de mayor rentabilidad.
- La transmisión del riesgo derivado de las fluctuaciones en los mercados inmobiliarios.
- Sirmans y Barrett (2010) destacan la obtención de financiación en condiciones favorables.
- Generación de un coste derivado de las obligaciones de pago de renta en virtud del contrato de arrendamiento.

Por tanto este tipo de operaciones pueden tener un importante impacto en la calidad crediticia de la entidad y en sus estados financieros como señalan Manning y Roulac (2001). Son importantes algunos de los parámetros financieros que pueden verse afectados por esta gestión de los recursos inmobiliarios como el coste del capital, la capacidad de endeudamiento que plantea Nwogugu (2006), o el ratio que mide la relación entre el valor en libros de la entidad y su valor de mercado. En definitiva todo ello, como intentaremos probar a lo largo del trabajo, tendrá un impacto en la creación de valor para el accionista y, por tanto, como ponen de manifiesto Lasfer (2007) o Sheshunoff y Madden (2005), una repercusión en el precio de la acción. Los activos inmobiliarios son escasamente valorados por los accionistas hasta el momento en que se convierten en liquidez o se monetizan.

Para ilustrar brevemente la potencial repercusión económico-financiera de las operaciones de sale and leaseback de inmuebles presentamos un caso teórico. En el mismo partiremos de la consideración de las variables más significativas que se van a ver afectadas por una operación de venta de inmuebles y posterior

arrendamiento de los mismos por una entidad de crédito, para recoger su impacto en la doble vertiente de capital y de cuenta de resultados.

Con este objetivo tomaremos un activo inmobiliario cuyo valor en libros es de 100 millones de euros y que, por el propio impulso del mercado inmobiliario, ha experimentado una revalorización. En función de cual haya sido la misma los resultados van a ser distintos.

Realizamos una comparativa a nivel de cuenta de resultados entre lo que supone mantener el activo inmobiliario en balance con el consiguiente coste en términos de amortización y de capital para su financiación, o venderlo para arrendarlo con posterioridad. Partimos del marco conceptual de las Normas Internacionales de Contabilidad Financiera estimando que, por las condiciones de la operación es posible el reconocimiento íntegro del beneficio derivado de la plusvalía en el ejercicio que se acomete la operación.

La estimación de la financiación ha sido fijada en un 6.4% que, como veremos en la parte empírica del estudio es el coste medio de la financiación bancaria en euros para las entidades financieras en el año 2009¹¹ (tomando como referencia el coste medio para ese año de la toda la deuda viva bancaria que cumpla determinados requisitos como calificación crediticia de “investment grade” por las agencias de rating, volumen mínimo de emisión de 500 millones en el caso del euro...).

Por otro lado, tendríamos las partidas derivadas de acometer la operación de sale and leaseback de esos mismos activos y que abarcan tanto los ingresos

¹¹ El coste medio de la financiación se ha obtenido como promedio del existente entre finales de 2008 y finales del 2009. Para su cálculo se han tomado los precios a ambas fechas de la deuda bancaria emitida en euros por las entidades que cumple los requisitos para estar integrado en el índice elaborado por Bank of America Merrill Lynch denominado Global Large Cap Financial Index.

financieros derivados de la reinversión del importe neto obtenido de la venta como los pagos en concepto de arrendamiento. Hemos supuesto que, la entidad podría rentabilizar los fondos a un nivel similar al que se le pide para emitir, el 6.4%, y por otro lado que el coste del arrendamiento se ha estimado en un 5.5%, en este caso del valor de mercado del inmueble, puesto que presuponemos que la venta se realiza a precios de mercado requisito contable indispensable para la calificación del arrendamiento como operativo y por tanto para la obtención de los beneficios económicos y financieros estudiados.

Finalmente el ahorro de capital es el resultado de aplicar el coste medio de capital para una entidad de crédito a la plusvalía neta generada por la operación. Hemos estimado el coste en un 10%, cifra realmente conservadora ya que como se verá en el estudio empírico, la reciente crisis financiera ha elevado considerablemente este coste para la inmensa mayoría de las entidades financieras.

Los resultados de este ejercicio teórico se presentan en el Cuadro 1, a partir del cual podemos concluir que, cuanto mayor es la revalorización experimentada por los activos inmobiliarios, y en consecuencia, mayor precio de venta alcanzan en el mercado, mayores son los beneficios en términos de ahorro de capital. Por el contrario, por lo que al impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias se refiere, el efecto positivo va decreciendo a medida que la revalorización aumenta, pudiendo incluso llegar a ser negativo, si bien, considerando los dos efectos en su conjunto y dada la progresión de ambos, el resultado neto es positivo para la entidad de crédito.

Cuadro 1

IMPACTO EN RESULTADOS Y CAPITAL DE LA OPERACIÓN DE SALE AND LEASEBACK

Datos en millones de euros						
Revalorización	25%	50%	75%	100%	150%	200%
Valor en libros	100	100	100	100	100	100
Valor de mercado	125	150	175	200	250	300
Plusvalía bruta	25	50	75	100	150	200
Plusvalía neta	18	35	53	70	105	140
Impacto en cuenta de resultados						
Coste anual de la amortización (*)	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
Coste anual de la financiación (6,4%)	6,40	6,40	6,40	6,40	6,40	6,40
Reinversión importe neto venta (6,4%)	7,52	8,64	9,76	10,88	13,12	15,36
Coste anual del alquiler (5,5%)	-6,88	-8,25	-9,63	-11,00	-13,75	-16,50
IMPACTO EN BAI	9,75	9,49	9,24	8,98	8,47	7,96
Capital						
Ahorro de capital (**)	1,75	3,50	5,25	7,00	10,50	14,00

(*) Estimación media del 2,7%

(**) Coste de capital 10% sobre plusvalía neta generada

Fuente: Elaboración propia

En nuestro estudio empírico analizaremos cual de los dos efectos predomina en las operaciones analizadas ya que es necesario considerar también, como veremos entonces, un factor importante como es la duración de los contratos de arrendamiento y por tanto cómo se desarrollan estos efectos a lo largo de la vida de la operación.

1.6. EL FACTOR INMOBILIARIO

Nuestra hipótesis de partida ha sido la de considerar las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios como estrategias de optimización bancaria y operativa, mejorando la eficiencia de las entidades por su impacto positivo en la cuenta de resultados y en la gestión de capital y desde esta perspectiva continuaremos el estudio. Sin embargo, no es posible dejar de lado un aspecto muy importante de las mismas que se fundamenta en la propia naturaleza del activo objeto de la transacción: su carácter de bien inmueble. Por ello nos vamos a detener brevemente en lo que hemos denominado el factor inmobiliario y en relación al mismo abordaremos dos cuestiones: por un lado, en qué medida la situación del mercado inmobiliario puede influir en las condiciones determinantes de las operaciones de venta y posterior arrendamiento de estos activos y por otro lado descartaremos las motivaciones de orden estrictamente especulativo en la realización de las mismas.

1.6.1. LA SITUACION DEL MERCADO INMOBILIARIO

En primer lugar es preciso tener en cuenta que la ejecución de este tipo de operaciones en el periodo estudiado se ve favorecida por un entorno de mercado en el que existe una fuerte demanda por activos inmobiliarios en rentabilidad; son muchos y diversos los agentes económicos que han demostrado su interés por este tipo de activos entre los que cabe citar: inmobiliarias patrimonialistas medianas y grandes buscando mayor dimensión, promotores que buscan migrar a negocio patrimonialista o grandes inversores internacionales con necesidad de diversificar sus carteras con inmuebles. Y a esta demanda se une la escasez de oferta de activos singulares y de gran dimensión. Esta situación conduce a un entorno general de bajas rentabilidades: aunque como veremos en el análisis de las operaciones las rentas varían dependiendo de muchos factores de los que citamos

entre otros la localización del inmueble, el país, la divisa de cierre de la operación, el tamaño de la misma, el riesgo de contrapartida... los datos recopilados muestran como en el periodo 2005 a 2007 se alcanzan precios muy bajos de alquiler, coherentes con el entorno económico de bajos tipos de interés y así, con todas las salvedades formuladas, podemos encontrar numerosos casos con rentas situadas entre el 4 y el 5.5% como las realizadas por Dresdner en 2005 (5.15%), Barclays en 2006 (4.85%) o HSBC (4.7%) y Banco Santander en 2007 (4.8%), todas ellas por importes significativos. Tras el inicio de la crisis, las rentabilidades exigidas por los arrendadores son algo superiores pero el activo inmobiliario en un entorno de profunda inestabilidad financiera sigue teniendo atractivo para el inversor y así las operaciones cerradas en España en 2009 y 2010 superan ligeramente el 6% como el caso de BBVA, Banco Sabadell o Banco Popular.

Nos encontramos aquí con un factor importante en el planteamiento de la operación: el binomio precio-rentabilidad. El inversor inmobiliario fijará el precio en base a su estimación de rentabilidad vía arrendamiento. De ahí la importancia de disponer de referencias valorativas aportadas por expertos independientes de reconocido prestigio internacional (es el caso de compañías como Knight Frank, Aguirre Newman, Richard Ellis, Jones Lang...). Teniendo en cuenta que estamos hablando de una equivalencia financiera en virtud de la cual el precio pagado en la actualidad será función de los flujos que el potencial arrendador percibirá en un futuro debidamente descontados, cabría plantearse la posibilidad de realizar un arbitraje con el precio, es decir: la entidad estaría dispuesta a recibir un precio más elevado a cambio de pagar en el futuro unas rentas superiores o en el extremo opuesto, recibir un precio inferior pagando a lo largo de la vida de la operación unas rentas sensiblemente inferiores a las calificadas como rentas de mercado. Las posibilidades se multiplican, si bien la configuración de este primer elemento vendrá dado por el objetivo de la propia operación: para poder liberar capital por las plusvalías realizadas un criterio esencial es que tanto la fijación del precio de venta como las posteriores rentas se puedan acreditar como “de mercado” (la terminología contable habla de valor razonable). De ahí la importancia de realizar

un estudio de mercado con el que realmente quede acreditado que los precios de venta y por tanto las rentas son las que, efectivamente se están negociando en ese momento. Lógicamente siempre es posible tener un pequeño margen de negociación ya que, los activos inmobiliarios por similares características que presenten, no son tan homogéneos como para tener un precio por metro cuadrado tan rígido y porque, como en cualquier mercado el precio que el oferente esté dispuesto a pagar es también una función del interés que tenga por el bien negociado. Además también es cierto que los locales comerciales que habitualmente utilizan las entidades financieras para la ubicación de sus sucursales especialmente en las zonas urbanas tienen unos precios de referencia más estandarizados que los de núcleos de población más reducidos, o los de los edificios históricos más singulares cuyos precios de mercado son más complicados de fijar. La dificultad se incrementa más si cabe, en el caso de los grandes complejos en los que las entidades financieras ubican sus servicios centrales y que, no responden en absoluto al perfil de los tradicionales edificios de oficinas cuyos criterios de tasación, tanto por lo que al precio de venta como de alquiler se refiere, son conocidos y sus datos y evolución publicados en informes periódicos por las grandes empresas del sector inmobiliario que acabamos de citar. En este contexto siempre interesará que el precio sea el máximo posible para realizar la mayor liberación de capital posible, pero siempre con el límite que supone el precio de mercado para poder calificar el arrendamiento como operativo y poder gozar de los beneficios económicos y financieros que de ello se derivan.

Por tanto y desde esta perspectiva, la situación del mercado inmobiliario de oficinas y locales comerciales en términos absolutos, analizando el momento del ciclo en que se encuentra, pierde relevancia desde el punto de la operación de venta y posterior arrendamiento ya que, como acabamos de exponer, el precio es función de la rentabilidad futura y por tanto a los efectos de nuestro estudio, es la combinación de esas variables la que determinará las consecuencias positivas o negativas de la operativa, con independencia de la variación de los precios en términos absolutos. Es importante también poner de manifiesto que mercado

inmobiliario residencial y comercial no necesariamente evolucionan de forma paralela y similar, pudiéndose encontrar importantes divergencias en su evolución. La actual crisis económica, con repercusiones ya evidentes en el sector residencial a nivel mundial, es previsible que, junto con las restricciones de liquidez que vive el sistema financiero, termine por afectar a la demanda de los activos inmobiliarios en rentabilidad (comprar para alquilar con posterioridad), pero con más presión por el lado de la financiación que propiamente por el de la evolución de los precios. Hay que tener en cuenta que al final, para la entidad compradora, la operación equivale a comprar un bono de la entidad financiera por el que percibirá unos intereses a lo largo de la vida de la operación, con posibilidad de cancelación anticipada como también puede darse en cualquier bono que tiene opciones de recompra por parte del emisor. Por tanto, la solvencia de la entidad financiera que vende y se queda como arrendataria resulta de vital importancia. Sin embargo, esto nos conduce a considerar otro factor: dado que el coste de la deuda de las entidades está subiendo desde Agosto de 2007, es posible encontrar en el mercado financiero activos con rentabilidades superiores y similar riesgo al de las operaciones de sale and leaseback de inmuebles, por lo que la reducción de la demanda puede venir más por esta variable (rentabilidad obtenida por la inversión) que por la propia evolución del mercado inmobiliario.

En este sentido resulta también interesante el análisis de los inversores que luego permanecen como arrendadores de las entidades financieras: para aquellos que invierten el efectivo disponible, la rentabilidad que ofrecen estas operaciones sigue teniendo un atractivo en términos relativos ya que, muchas de ellas contienen cláusulas de revisión de la renta en función de índices de precios o de revalorización de la renta a precios de mercado, en la mayoría de los casos previstas para su ejercicio simultáneamente al de las opciones de prórroga del contrato por parte del arrendatario. Su principal riesgo en estos casos es el de contrapartida ya que la solvencia de la entidad es su principal garantía de que hará frente puntualmente al pago de las rentas estipuladas. Este tipo de inversor sigue siendo soporte de una demanda fuerte, que aunque exija algo más de rentabilidad,

encuentra una inversión con bajo perfil de riesgo en un mundo de inestabilidad financiera. Es el caso del Grupo Pontegadea a quién Banco Santander vendió en 2007 diez de sus edificios más emblemáticos situados en zonas comerciales de capitales de provincia o de Pearl Group a quién la misma entidad vendió su red de sucursales en España. Otro tipo de inversores, cuya demanda si ha perdido mucha fuerza a raíz de la reciente crisis financiera es la de aquellos que recurren al crédito para poder realizar las compras de forma que, la rentabilidad que obtienen del arrendamiento teóricamente debe de ser superior al coste de la financiación obtenida. El encarecimiento del crédito y las dificultades por las que atraviesan algunas compañías que responden a este perfil ha provocado una clara caída de la demanda de estos activos por su parte. El caso más representativo por sus resultados extremos fue la operación llevada a cabo por HSBC en 2007, tras hacer pública en Enero de ese año su oferta de venta de la torre de Canary Warf en Londres, dónde tiene la sede de sus servicios centrales, para quedarse con posterioridad en la misma como inquilino, cerró en Abril la venta del inmueble con Metrovacesa por algo más de mil millones de libras esterlinas (un precio record en esos momentos). Sin embargo, para poder concluir la operación, el adquirente y posterior arrendador recibió un préstamo puente del propio HSBC hasta Noviembre de 2007 que no pudo refinanciar llegado su vencimiento, por lo que tuvo que negociar una prórroga anual del mismo. Sin perjuicio de las consecuencias negativas de esta financiación para el tratamiento contable de los activos por parte de HSBC y que serán objeto de estudio posterior, vencida la prórroga sin haber podido conseguir financiación alternativa, Metrovacesa tuvo que aceptar deshacer la operación en unas condiciones bastante perjudiciales. Son este tipo de compradores los que dejan de dar soporte al mercado de estas operaciones pero claramente, las compañías y fondos de inversión con liquidez siguen viendo en ellas atractivas oportunidades para invertir.

1.6.2. LAS POSIBLES MOTIVACIONES DE CARÁCTER ESPECULATIVO

Con el objetivo de descartar las motivaciones de orden especulativo en la realización de este tipo de operaciones por las entidades de crédito es preciso señalar antes de entrar en consideraciones de otro orden, que la racionalidad económica hace poco probable la realización de operaciones de venta y posterior arrendamiento de inmuebles por parte de las entidades financieras respondiendo a esta estrategia de especulación inmobiliaria, simplemente porque el activo inmobiliario no responde a las características de aquellos que son propios de la actividad bancaria y que podríamos calificar como activos financieros. El mercado inmobiliario posee unas características propias y singulares que lo diferencian de aquellos otros mercados en los que las entidades de crédito se encuentran presentes por la actividad que les es propia y, en una economía como la actual, con un elevado grado de especialización por parte de los agentes económicos, no parece muy eficiente la participación, con criterios empresariales de maximización del valor de la acción, de las entidades de crédito en estos mercados en los que no poseen la experiencia ni el grado de conocimiento de las empresas que hacen de ello su objeto social y por tanto la fundamentación de su existencia.

Sin embargo, vamos a proceder a una delimitación que permita diferenciar las operaciones objeto de nuestro estudio de las de mera especulación inmobiliaria. En una primera aproximación podemos definir a estas últimas como aquellas operaciones cuyo objetivo es la consecución de un beneficio en términos económicos derivado de la revalorización tanto de los edificios como de los terrenos en los que se asientan. En el caso de una operación de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios sería posible detectar a través de una serie de indicadores cuando podríamos estar en presencia de esta motivación como motor de la operación.

En primer lugar nos encontramos con el factor de la propia situación del mercado inmobiliario y más concretamente, podría representar un indicio la proximidad a la finalización de un ciclo alcista del mercado inmobiliario. Si la operación tiene por objeto vender un activo con la expectativa de poderlo recomprar a un nivel sustancialmente inferior con el paso del tiempo, no tiene sentido que una estrategia especulativa se plantease en momentos de clara recesión del mercado inmobiliario, sobre todo en los momentos siguientes a considerables descensos en el precio de este tipo de activos. Por tanto, el primer indicio nos obliga a mirar al entorno donde se desarrolla la actividad crediticia y tratar de determinar en qué parte del ciclo se encuentra la evolución de los precios de los inmuebles de tipo comercial. Así, encontrándonos en un momento próximo a los máximos del ciclo alcista, la entidad financiera puede considerar que es momento oportuno para proceder a la venta de los inmuebles en los que desarrolla su actividad, materializando las plusvalías que lleva realizadas por la diferencia entre el valor de mercado de estos activos y su valor contable en libros y sobre todo, y esta sí sería una nota diferenciadora de este tipo de estrategias, con unas expectativas de caída futura del precio de los inmuebles que ahora vende, que le permitirían realizar la recompra en un futuro a un precio sustancialmente inferior a aquel al que ahora ha vendido. Los mercados inmobiliarios, tanto el residencial como el comercial, siguen unas pautas cíclicas de comportamiento que pueden variar, tanto por lo que a la profundidad de los movimientos se refiere, como a la duración de cada una de las tendencias, de ahí que, en función del estudio del momento del ciclo en el que nos encontremos, sea factible la implantación de una estrategia de este tipo. Aunque en España y en algunos otros países europeos, la elaboración y seguimiento de índices de contenido inmobiliario es más reciente, determinados países, cuyos mercados inmobiliarios alcanzaron ya hace algunos años niveles de transparencia y madurez, cuentan con unas series históricas más amplias. Los IPD (Investment Property Databank) son índices que se elaboran con periodicidad al menos anual (en algunos casos trimestral) para diferentes mercados inmobiliarios en distintos países. Nosotros nos hemos centrado en

aquellos que recogen las variaciones de precios de los locales destinados a oficinas (se elaboran también para locales comerciales, industriales, propiedad en general en función del grado de desarrollo de cada uno de estos mercados en los diferentes países). Recogemos la evolución de los mismos en los gráficos 2 a 7 para el periodo analizado en nuestro estudio siempre y cuando se disponga de los datos para todos los años y para aquellos países cuyas operaciones, entre la población objeto de estudio, representan volúmenes significativos. Como se puede apreciar, existe un cierto carácter cíclico de los precios y por tanto podríamos considerar, aunque con muchas limitaciones, que tienen una cierta capacidad predictiva sobre la evolución futura de los precios en función de la fase del mencionado ciclo en la que nos encontramos.

Gráfico 2

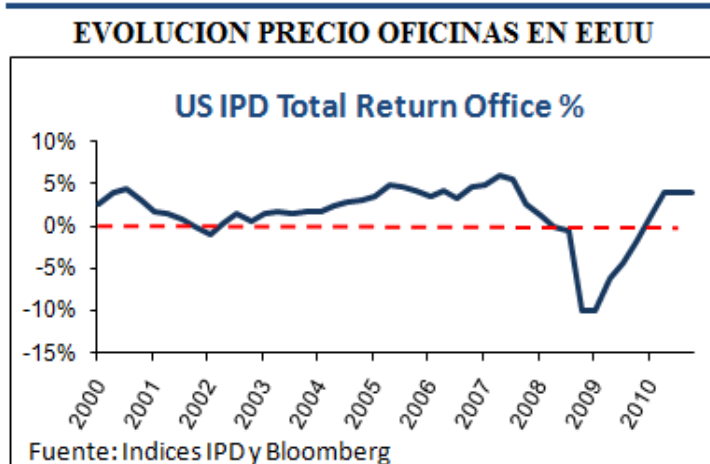


Gráfico 3

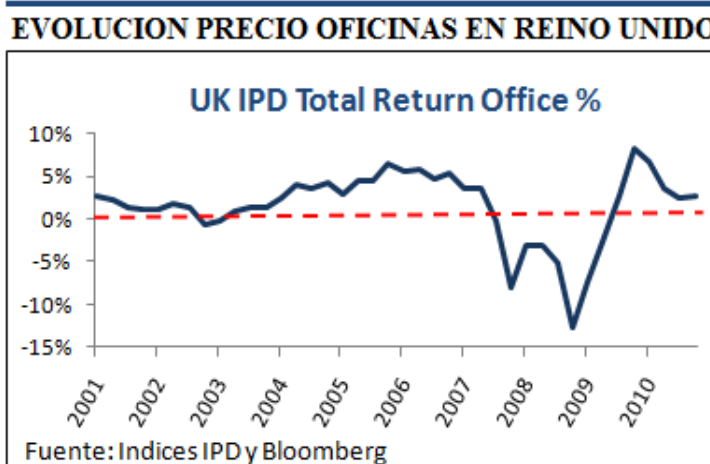


Gráfico 4

EVOLUCION PRECIO OFICINAS EN CANADA

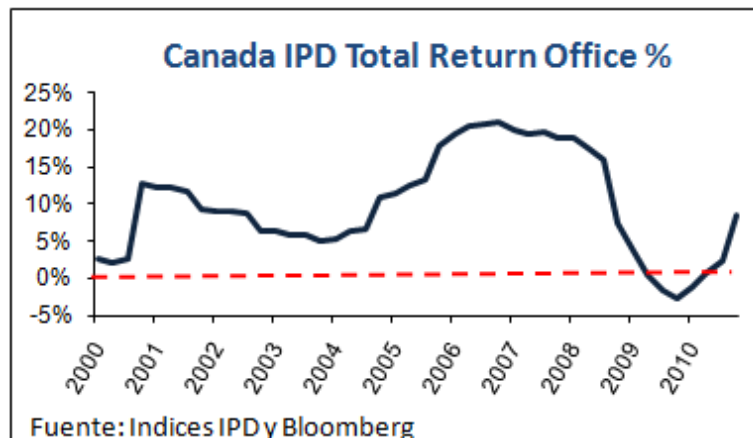


Gráfico 5

EVOLUCION PRECIO OFICINAS EN ALEMANIA



Gráfico 6

EVOLUCION PRECIO OFICINAS EN AUSTRALIA

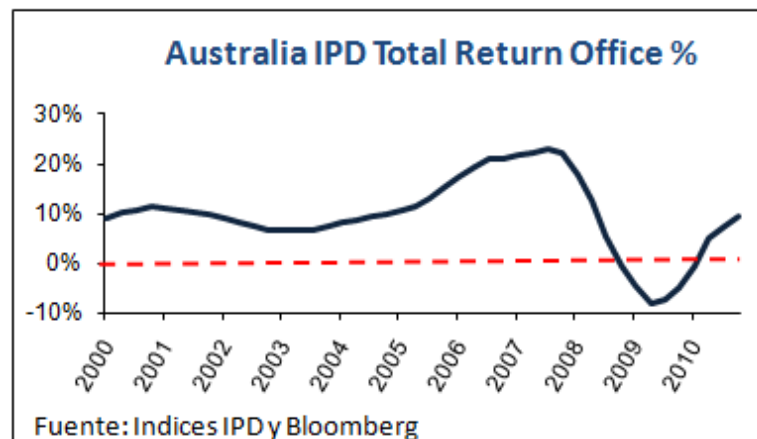
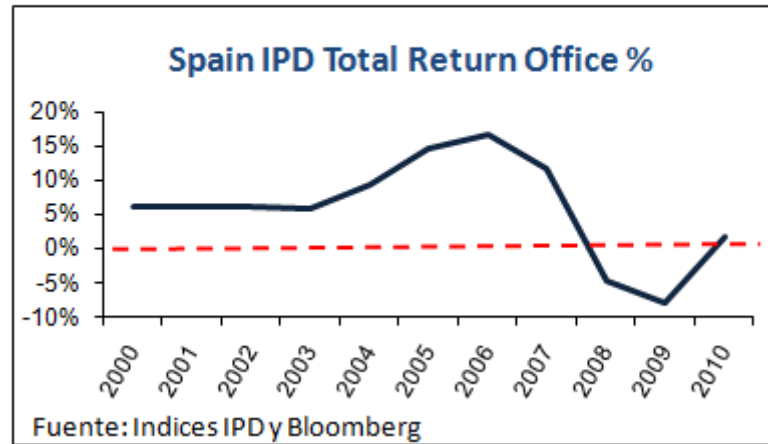


Gráfico 7

EVOLUCION PRECIO OFICINAS EN ESPAÑA



En el caso de Estados Unidos y Reino Unido, nos encontramos en 2008 y 2009 con fuertes caídas del sector, por lo que carecería de sentido plantearse las ventas realizadas durante esos años en términos especulativos dado que cualquier potencial recompra posterior será con cierta probabilidad más elevada en precio. Algo similar sucede en Canadá y en Australia, aunque con algo de retraso ya que las caídas se inician en 2008. En cambio la operativa sí puede tener todo su sentido como estrategia de optimización bancaria, como luego veremos. Alemania es un claro ejemplo de que los ciclos no son simultáneos en los distintos países sino que pueden diferir y, en este sentido, las operaciones de 2003 y 2004 de Deutsche Bank están también realizadas en momentos bajistas del ciclo. Por tanto, el momento del ciclo del mercado inmobiliario será un factor importante para ayudar a descartar el carácter especulativo de algunas de estas operaciones realizadas por las entidades de crédito, aunque será siempre necesario tomarlo en consideración junto con otros factores.

En segundo lugar, será necesario acudir a los propios contratos de compraventa y posterior arrendamiento del activo inmobiliario que va a regir la operación. En este caso un indicio claro de encontrarnos ante una operación inmobiliaria especulativa vendrá dado por las estipulaciones referidas a la duración del contrato de arrendamiento junto con la existencia de una opción de

compra y más que de la existencia de esta última, del modo en que se contempla su ejercicio. Así, si existe una opción de compra, cuyo precio de mercado puede ser ejercido por la entidad de crédito en cualquier momento a lo largo de la vida del contrato de arrendamiento, nos encontramos ante una estipulación contractual que apunta a un potencial y muy probable fin especulativo de la operación. El contrato de arrendamiento podrá tener un vencimiento de diez, veinte o “n” años, pero sí el arrendatario posee el derecho, ejercitable en cualquier momento, de poder adquirir el inmueble a precio de mercado, le bastará esperar al momento que estime ha caído suficientemente el precio del inmueble anteriormente vendido, para ejercer su derecho y volverlo a adquirir. Sin embargo, no es la práctica habitual la inclusión de opciones de compra en estos términos en los contratos de arrendamiento posteriores a la venta del inmueble, fundamentalmente por dos motivos:

Primero. Sería difícil encontrar en un comprador, tanto de naturaleza inmobiliaria como financiera, que estuviese dispuesto a admitir esa opcionalidad. Todo inversor precisa una seguridad mínima en cuanto al horizonte temporal de su inversión para poder realizar un análisis sobre la rentabilidad de la misma. El hecho de que la opción fuese ejecutable discrecionalmente por el arrendatario en cualquier momento, introduce un elevado grado de incertidumbre hasta el punto de que el arrendamiento podría llegar a su fin nada más empezar, caso de producirse una fuerte caída del mercado inmobiliario o en algún momento absolutamente indeterminado a lo largo del plazo. De ahí la dificultad de incluir este tipo de cláusulas, si bien existiría una posibilidad en que podría ser aceptada por el comprador-arrendador: en realidad toda opción tiene un precio que es función de diversos factores: precio de ejercicio, momento de ejercicio, volatilidad del mercado...

Segundo. El precio a pagar por la opción de compra por el vendedor-arrendatario sería tan elevado que la operación perdería una gran parte de su atractivo en términos de rentabilidad hasta el punto de ser difícilmente defendible.

Por tanto esta posibilidad extrema de existencia de una opción de compra en el contrato de arrendamiento, ejercitable por el arrendatario en cualquier momento, es muy dudosa en el mundo real ya que, el propio mercado y la racionalidad de los agentes que intervienen en el mismo la convierten en algo prácticamente inviable. Sin embargo, entre este caso extremo, y una opción de compra ejercitable como único momento al final de un largo periodo de arrendamiento, existen toda una serie de posibilidades intermedias dónde si pueden tener cabida las estrategias de carácter especulativo.

En tercer lugar, podríamos deducir que una operación de venta y posterior arrendamiento de inmuebles se ha llevado a cabo por parte de una entidad financiera con fines especulativos cuando, transcurrido un determinado periodo de tiempo, pudiéndose tratar de varios ejercicios contables, la entidad de crédito procede a recomprar activos de similares características a los vendidos para el desempeño de una función parecida. Nuevamente, como indicios claros tendríamos que tener una caída del precio por metro cuadrado de los inmuebles que le permita comprar a un valor inferior al que se vendió, el hecho de que se trate un inmueble de similares características a aquel objeto de la operación de venta y posterior arrendamiento, de forma que sea posible destinarlo a un uso muy similar al anterior y, la posibilidad de cancelar anticipadamente el contrato de arrendamiento que se suscribió junto con la venta. Solo el análisis de las cuentas anuales de sucesivos ejercicios contables podrá permitirnos identificar este tipo de operaciones en las que habrá que determinar hasta qué punto se trata de activos inmobiliarios intercambiables para el desempeño de una misma función. Para ello será necesario acudir al balance de la entidad financiera y ver qué compras posteriores se han realizado. En este punto y para poder hablar de una operación especulativa será necesario que el activo adquirido con posterioridad a la venta del que es objeto de la operación estudiada, se destine como aquel, a uso propio y no pertenezca a ninguna de las otras categorías contempladas por la normativa tales como inversiones inmobiliarias, otros activos cedidos en arrendamiento operativo o afecto a la obra social. Tampoco sería indicio alguno de operación especulativa,

el hecho de que figurasen por primera vez en el ejercicio activos adjudicados pues su destino en principio es distinto. Así pues, tendríamos que encontrarnos en balance con un activo que, valorado a su precio de adquisición, es sustancialmente inferior al vendido en el pasado, que se hubiera puesto fin al contrato de arrendamiento, lo cual constará en la memoria como pondremos de manifiesto a continuación, y se reflejará también en la cuenta de pérdidas y ganancias al cesar los gastos por este concepto, y que el nuevo edificio se destine a uso propio, sustituyendo al anterior. Si se destinase al desarrollo de una nueva actividad o de planes de expansión de la entidad de crédito, sería más difícil demostrar un nexo con la operación anterior ya que siempre podría argumentarse que se trata de una nueva estrategia de negocio que precisa para su desarrollo de una serie de locales y que entre la opción de alquilar o comprar, se opta por esta ante la nueva coyuntura del mercado. En todas las operaciones objeto de análisis en el presente estudio, hasta el momento no se ha producido una recompra posterior del activo con una única excepción, la operación del 2007 de HSBC a la que ya nos hemos referido y en el que la recompra, aunque beneficiosa para HSBC (generó unas plusvalías de 250 millones de libras esterlinas) respondió a la imposibilidad de Metrovacesa de encontrar financiación alternativa. En cualquier caso, HSBC procedió con posterioridad a cerrar otra operación de similares características con el mismo activo en Diciembre de 2009; en este caso la venta de la torre se realizó al National Pension Service of Korea por 772.5 millones de libras esterlinas y permanecerá como inquilino por los 17.5 años que restaban del plazo original de 20 años fijado con Metrovacesa pagando una renta que en ese ejercicio se cifró en 46 millones de libras por año¹². La intención especulativa queda pues descartada.

¹² Las vicisitudes de la operación aparecen recogidas en las cuentas anuales de la entidad correspondientes a los diferentes ejercicios económicos en que fueron sucediendo los hechos: 2007 a 2010.

Por lo que a las condiciones de los contratos se refiere, el documento revelador de la información significativa para identificar el carácter especulativo de este tipo de operaciones lo encontraremos fundamentalmente en las cuentas anuales de la entidad de crédito en las que debiera de figurar una descripción general de las condiciones más significativas de los contratos, estableciendo, si se trata de un arrendamiento no cancelable y el importe de los pagos o cobros a realizar o recibir durante el plazo del arrendamiento. Del mismo modo, el arrendatario deberá reflejar el importe de los arrendamientos y subarriendos reconocidos como gasto en el ejercicio así como el importe de los gastos de acondicionamiento e inversiones en activos materiales realizados sobre el activo objeto del contrato. Entre lo que la normativa designa como condiciones más significativas de los contratos se encuentra tanto la opción de compra a la que nos hemos referido antes con todas sus estipulaciones de precio de ejercicio y plazo para el mismo, como lo referente a la duración del contrato de arrendamiento con la posibilidad, si existiera, de cancelarlo anticipadamente o de prórrogas sucesivas. Sin embargo, el estudio de las operaciones realizadas ha permitido constatar un cumplimiento muy deficiente por parte de muchas entidades financieras de estas obligaciones de información financiera en cuanto al detalle de las mismas.

Una vez establecidos los límites que separan este tipo de operaciones de las de mera especulación inmobiliaria continuamos con el desarrollo del trabajo.

2. ANTECEDENTES Y SITUACION ACTUAL

Como ponen de manifiesto Adams y Clarke (1996), este tipo de operaciones como estrategia empresarial, aparecen por primera vez en el Reino Unido a finales de los años 20 y principios de los 30, vinculadas fundamentalmente al comercio minorista con el objetivo de obtener capital. Las primeras operaciones a gran escala se realizan en Estados Unidos constituyendo una referencia importante, según Rutherford (1990), la llevada a cabo por la cadena de almacenes Safeway en 1936. En años sucesivos, este tipo de operativa se generaliza entre empresas pertenecientes a muy distintos sectores, que como señala Galperin (1992), abarcan desde cadenas hoteleras a fabricantes de productos electrónicos pasando por proveedores de material de defensa. A partir de ahí, lo que autores como Tipping y Bullard (2007) denominan un modelo de gestión inmobiliaria, comienza a utilizarse ampliamente en USA, con una posterior extensión al continente europeo en el que son numerosos los bancos que han adoptado este modelo en relación a los inmuebles que destinan a uso de su actividad. En Alemania, Dresdner Bank ha realizado este tipo de operaciones, UBS en Suiza y en el Reino Unido varios bancos comerciales. Pero la operativa no ha sido exclusiva del sector financiero sino que como señalan Tipping y Bullard (2007), a comienzos del siglo XXI, un número considerable de las compañías que cotizan en el FTSE 100 habían recurrido a la misma.

Muchas de estas propiedades son vendidas en subastas públicas en las que encuentran una gran aceptación hasta el punto que, su fuerte demanda ha conducido a elevados precios de venta y reducidas rentabilidades en los posteriores contratos de arrendamiento. Es el procedimiento de ejecución que durante 2006 aplicaron Barclays para la venta de 15 inmuebles a Prudential Property Investment Managers por importe de 85 millones de libras y de otros 24

inmuebles a Flodrive por 67 millones de libras o Halifax Bank of Scotland con la venta y posterior arrendamiento de 15 inmuebles a un inversor irlandés.

En otras ocasiones, más frecuentes como expondremos con posterioridad en el caso de las entidades de crédito, los activos inmobiliarios son ofrecidos como verdaderas carteras de propiedades que se venden en conjunto a inversores privados. Ha sido el caso de Dresdner Bank que, en Diciembre de 2005 vendió finalmente a Eurocastle Investment Limited (compañía gestionada por Fortress Investment Group LLC) activos inmobiliarios por importe de 2 billones de euros para suscribir con posterioridad un contrato de arrendamiento sobre los mismos tras haber recibido ofertas, entre otros, de Carlyle, Citigroup, Babcock and Brown y Morgan Stanley; similar operación realizó Deutsche Bank en Noviembre de 2003 vendiendo a unos de los mayores fondos privados estadounidenses Blackstone Group 51 inmuebles de diferentes características (32 de ellos en Alemania y el resto en grandes ciudades europeas como Barcelona, Bruselas, Lisboa y Milán).

Goldman Sachs realizó operaciones de sale and leaseback por importe de 280 millones de libras esterlinas con Trisman Speyer en Junio de 2005; a finales de 2006 Bank of Ireland vendió y posteriormente arrendó 36 inmuebles en Irlanda por más de 230 millones de euros con el asesoramiento de CB Richard Ellis y, a finales de 2007, el Banco Santander ejecutó similares operaciones para sus activos inmobiliarios en España por un importe que ha alcanzado los 2.5 billones de euros.

Por lo que al mercado americano se refiere, las operaciones de sale and leaseback, han sido protagonizadas especialmente por bancos de mediano tamaño pero no exclusivamente, como lo acreditan las grandes operaciones que, con numerosos activos inmobiliarios han llevado a cabo entidades como Wachovia o Bank of America. En Estados Unidos, la importancia que están adquiriendo este tipo de operaciones es tal que, se está desarrollando un mercado específico para

dar respuesta a esta demanda por parte de las entidades financieras hasta el punto de surgir algunas compañías en el mercado inmobiliario que se han especializado en la compra y posterior arrendamiento de estos activos a entidades financieras, que tradicionalmente poseen una elevada calificación crediticia y que, al quedar vinculadas por acuerdos en el medio y largo plazo, habitualmente entre diez y veinte años, suponen una fuente sostenida y estable de ingresos.

Entre estas compañías, destaca el caso de American Financial Realty Trust, compañía creada en 1990 y que desde 2003 cotiza en la bolsa de Nueva York como empresa de inversión inmobiliaria. Ya en sus cuentas anuales del 2003, fundamenta su concentración en el sector bancario por la identificación en aquel momento de dos claras tendencias que iban a suponer importantes oportunidades para la empresa de cara a adquirir activos inmobiliarios vendidos por bancos y otras instituciones financieras: por una lado, se mencionan las ventas de inmuebles para invertir la liquidez obtenida en negocio propiamente bancario mientras se siguen utilizando en alquiler los activos, y por otro, el proceso de consolidación de la industria bancaria que conduce a una duplicidad de sucursales por parte de los grandes grupos que vayan surgiendo y a una búsqueda de nuevos locales en alquiler para aquellos que quieren expandir su presencia geográfica. Según los datos ofrecidos por la compañía al finalizar el ejercicio 2003, contaban con 578 inmuebles en propiedad o en arrendamiento situados en 27 Estados americanos, con un grado de ocupación del 88.9% y con una renta anual de 174 millones de dólares. Las operaciones realizadas por Bank of America en 2003 y 2004 y las de Wachovia de 2004 que recogemos en el estudio empírico tuvieron como contrapartida a esta compañía de la que ambos bancos americanos se convierten en dos de sus mayores inquilinos. El 1 de Abril de 2008 American Financial Realty Trust fue finalmente adquirida por Gramercy Capital Corp que al cierre de ese ejercicio contaba con una cartera compuesta 1.043 propiedades, con un nivel de ocupación del 88.7%.

Otros ejemplos de compañías que ponen de manifiesto la importancia de este tipo de actividad en Estados Unidos son Bank Realty L.P., especializada en ofrecer a las entidades financieras soluciones para una gestión eficiente desde la perspectiva de liquidez y capital de sus activos inmobiliarios, American Realty Capital Trust o Bank Property Advisors, LLC.

Aunque en el entorno actual de creciente globalización, este tipo de empresas también terminarán por entrar en el mercado europeo e incluso surgirán otras nuevas replicando el patrón de las americanas, es cierto que en el periodo analizado, en Europa las operaciones realizadas han tenido frecuentemente como compradores a otro perfil inversor, más diversificado en sus negocios y sin esa elevada concentración en el sector bancario, y las labores de diseño y estudio de las operaciones son frecuentemente realizadas por asesores legales y comerciales de renombre internacional y que cuentan con una cada vez más extensa experiencia en este tipo de transacciones.

El fuerte desarrollo de este tipo de operaciones ha venido favorecido por motivaciones de diversa índole que se exponen a continuación:

- Barris (2002) o Sheshunoff y Madden (2005) presentan la liberación de capital como uno de los factores críticos en la mayoría de estas operaciones, ya que permite la optimización del mismo, bien por destinarlo a las actividades que constituyen propiamente su objeto social, bien por hacer factible una reducción del endeudamiento o en ocasiones, por ambas razones conjuntamente. Si los directivos de una compañía son capaces de separar el activo inmobiliario del resto de la empresa, será factible que tanto ellos mismos como los accionistas, dejen de concebir los inmuebles en términos de coste histórico y sin coste real. Hay autores como Lasfer (2007) que van más allá para establecer una relación entre las operaciones de sale and leaseback y los estados financieros e ingresos por acción de las compañías que las realizan de forma que, se trata de

entidades mejor valoradas en los mercados financieros debido a las mejoras de eficiencia que conllevan estas operaciones. Sin embargo, otros autores como Devaney y Liziere (2004), en sentido contrario, defienden la propiedad en balance de activos inmobiliarios de uso propio como una circunstancia que los mercados valoran positivamente en la cotización de las empresas, tanto por la diversificación de negocio que ello supone, como por ser considerada una actividad de menor riesgo que las propias del objeto social de las entidades.

- El desarrollo de la normativa contable que dota de seguridad jurídica a las operaciones. La Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 17 que entró en vigor en Enero de 2005 establece las condiciones para calificar el arrendamiento como operativo y por tanto para poder disfrutar de los beneficios económicos y financieros derivados de su ejecución. Aunque en la actualidad continua el avance en el proceso de la convergencia contable, la legislación en la materia de sale and leaseback que hoy rige en los países que aplican las Normas Internacionales de Contabilidad, se encuentra todavía desarrollada en menor medida que en los Estados Unidos, donde la normativa contable que determina el tratamiento de estas operaciones es extensa y ha ido evolucionando con la propia realidad de las mismas.
- La especialización, que permite a una entidad financiera concentrarse en la actividad que le es propia, cediendo la gestión del riesgo inmobiliario a quién tiene la experiencia y los conocimientos que maximizan la eficiencia de la misma. En este sentido es necesario citar aquí el surgimiento y consolidación de compañías dedicadas casi con exclusividad a la realización de operaciones de sale and leaseback, de forma que a las antes mencionadas podemos añadir como ejemplo de la vitalidad por la que, a pesar de la crisis financiera, atraviesa el sector, la creación reciente, en octubre de 2010 de Corporate Income Properties ARC Inc, formada como

una joint venture por antiguos directivos procedentes de otras compañías del sector y cuyo objetivo no es otro que el de impulsar nuevas operaciones tanto en Europa como en Estados Unidos.

- La flexibilidad, en la medida en que la falta de liquidez de los activos inmobiliarios puede dotar de cierta rigidez la actividad propia de las entidades de crédito.

3. EL MARCO EXTERNO DE LA OPERACIÓN

Con carácter previo al estudio normativo y económico financiero de las operaciones de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios, es necesario detenerse en diversos aspectos de este tipo de estrategias para conocer sus potencialidades de aplicación, planteando un breve estudio de la oferta y demanda y de los principales participantes en este mercado que son los que hacen posible este tipo de operaciones al ser las contrapartidas de las entidades de crédito.

Las operaciones de sale and leaseback de inmuebles por parte de las entidades de crédito en su mayoría, tienen una envergadura suficiente como para comprometer una parte importante de recursos en su diseño y ejecución.

3.1. LOS INMUEBLES OBJETO DE LA OPERACIÓN DE SALE AND LEASEBACK

En general, no son el objeto del presente estudio operaciones puntuales de inmuebles con escasa trascendencia en relación al volumen patrimonial de la entidad como podría ser incluso la venta de carteras de activos inmobiliarios por parte de entidades crediticias, que les han sido adjudicadas en ejecución de créditos impagados, sino la de activos inmobiliarios que precisan como recursos necesarios para el desarrollo de su actividad mercantil. La tipología más frecuente de este tipo de inmuebles en las entidades de crédito engloba:

- Edificios singulares, muchos de ellos emblemáticos en cada localidad.

- Inmuebles comerciales en zonas geográficas con elevada diversificación. Normalmente constituidos por la totalidad o una parte de la red de sucursales y que como veremos en el estudio empírico son el objeto de una parte importante de las operaciones estudiadas. Ofrecen una ventaja muy valorada por algunos inversores que es la de evitar la concentración de riesgo inmobiliario en una zona geográfica determinada.
- Complejos empresariales, normalmente de no excesiva antigüedad, elevada flexibilidad y funcionalidad, donde suelen tener ubicadas las entidades de crédito los servicios centrales y algunas de sus sociedades filiales. Claro ejemplo de esta categoría es la Ciudad Financiera del Grupo Santander que fue vendida en 2008 a Propinvest o el campus donde Merrill Lynch tiene su sede en Londres que fue vendido a GIC Real Estate, corporación de inversión inmobiliaria del Gobierno de Singapur. En ambos casos se trata de complejos contruidos para cubrir las necesidades específicas de las entidades financieras que fijan en ellos su domicilio con unos altos estándares de calidad y, como ya hemos señalado con anterioridad, es la categoría que más problemas presenta en cuanto a la determinación de un precio de mercado ya que su carácter excepcional hace difícil encontrar comparables en el mercado inmobiliario.

En relación a los inmuebles objeto de la operación es necesario poner de manifiesto la importancia del cumplimiento de todos los requisitos legales que les afectan para salvaguardar el buen fin de la operación. En este sentido, en ocasiones nos enfrentamos a activos inmobiliarios que fueron adquiridos por las entidades hace muchos años lo que puede plantear una serie de problemas entre los que se pueden citar como más frecuentes:

- Irregularidades en los títulos jurídicos que acreditan la propiedad: discrepancias en cuanto a la extensión, lindes... y litigios abiertos que

puedan existir sobre los mismos. Falta de los títulos, o cargas y gravámenes que impidan la libre transmisibilidad.

- Incidencias de carácter arquitectónico: incumplimiento de normativa vigente en materia de seguridad o medioambiental. Aunque en Europa el tema de la responsabilidad sobre estas cuestiones va teniendo cada vez más relevancia, ha sido tradicionalmente en Estados Unidos dónde este tipo de factores son muy considerados en las transacciones debido a los elevados costes que pueden derivarse de la investigación y supresión de determinadas sustancias tóxicas en los inmuebles (entre las que el asbestos es un claro ejemplo por sus consecuencias sobre la salud y las importantes repercusiones económicas que en términos de indemnización supuso para algunas grandes compañías).
- Irregularidades de carácter fiscal: como las contingencias generadas por impuestos que recaen sobre los inmuebles.

Por ello y como veremos a continuación las entidades que compran los activos suelen encargar, si no lo ha hecho con anterioridad la entidad vendedora, una “due diligence¹³” a un tercero independiente, que ponga de manifiesto la situación real de los inmuebles desde todas estas vertientes: jurídica, arquitectónica, medioambiental, fiscal... tratando de evitar cualquier vicio oculto que pueda poner en peligro el cierre con éxito de las operaciones objeto de estudio.

¹³ El término inglés es el comúnmente utilizado y generalizado en este tipo de operaciones y en otras muchas del ámbito financiero, siendo de difícil traducción literal al español. Puede definirse, en el sentido en que resulta de aplicación en las operaciones objeto de estudio, como una evaluación o investigación independiente y detallada del negocio con carácter previo a una potencial operación fundamentalmente para minimizar el riesgo derivado de la existencia de posibles pasivos ocultos o contingencias en las áreas de revisión.

3.2. *LOS INVERSORES*

Para llevar a cabo la enajenación por compraventa de uno o varios activos inmobiliarios y su posterior arrendamiento, las entidades vendedoras desarrollan unos procesos fundamentados en la transparencia y la competencia como instrumentos para maximizar el beneficio y la eficiencia de la operación. El inicio de los mismos tiene lugar con la comunicación al mercado de la intención de realizar la venta lo cual se realiza mediante un documento-invitación dirigido a los inversores conocido como “*teaser*”. En el mismo figura una breve descripción tanto de los inmuebles objeto de la operación como de las condiciones iniciales de la misma.

En cuanto al perfil de los inversores potenciales, se puede considerar que engloba a un universo bastante amplio de agentes económicos que va desde los puramente inmobiliarios a los financieros pasando por todas las combinaciones intermedias. Entre los primeros, inversores dedicados al negocio inmobiliario, que tratarán de hacer una gestión eficiente desde el punto de vista del valor inmobiliario y del momento del ciclo; entre los segundos, los inversores más generalistas que encuentran en estos activos una forma de añadir valor a sus carteras vía diversificación ya que, con la operación tienen la oportunidad de realizar una inversión inmobiliaria a largo plazo en las mejores condiciones de rentabilidad y con un riesgo reducido en cuanto al inquilino o arrendador. Son los que podrían calificarse de inversores financieros caracterizados por una vocación de permanencia a más largo plazo. Las compañías americanas a las que nos hemos referido en el apartado anterior como Gramercy Capital Corp o Bank Realty L.P. pertenecen a la primera categoría y son los inversores en la mayoría de las operaciones realizadas en Estados Unidos aunque también realizan esta operativa en otros lugares como Cardinal Capital Partners, Inc que en 2004 adquirió los activos inmobiliarios de Nordea para suscribir con posterioridad un contrato de arrendamiento con esta entidad. En Europa el perfil de los inversores es más variado y se aproxima más al del inversor generalista; es el caso del Grupo

Blackstone que en 2003 se hizo con los inmuebles vendidos por Deutsche Bank; o el Grupo Pontegadea que en 2007 fue la contrapartida de la operación de sale and leaseback llevada a cabo por Banco Santander sobre diez de sus edificios más emblemáticos. Sin embargo también encontramos especialistas inmobiliarios como Eurocastle Investment Limited que en 2005 compró a Dresdner una parte importante de sus propiedades inmobiliarias.

Son los intermediarios inmobiliarios que actúan como asesores de la operación, quienes se encargan de poner en contacto a los participantes de este mercado. A ellos se remitirá el *teaser* junto con un acuerdo de confidencialidad para que aquellos que, tengan interés en participar en el proceso puedan solicitar más información, eso sí asumiendo un compromiso de no distribuir, reproducir o utilizar sin consentimiento expreso del emisor, esa información con fines distintos a los de la valoración de su interés por los inmuebles. Esta primera fase se caracteriza en síntesis por ser de amplia concurrencia.

3.3. LOS PRINCIPALES TÉRMINOS DEL CONTRATO DE ARRENDAMIENTO

En el “teaser” suministrado a los inversores es frecuente ofrecer un resumen de las condiciones básicas del posterior contrato de arrendamiento. Nos encontramos aquí ya con los primeros aspectos que van a ayudar a calificar contablemente la operación como un arrendamiento financiero u operativo con todas sus repercusiones posteriores:

- Duración: en su mayoría suele ser de un elevado número de años con un plazo mínimo de obligado cumplimiento y sucesivas prórrogas a favor del arrendatario. Las prórrogas suelen ser obligatorias para el arrendador y voluntarias para el arrendatario si bien, una vez entrado en vigor, el arrendatario deberá finalizar el periodo hasta la próxima prórroga. En las operaciones estudiadas el plazo medio de obligado cumplimiento se sitúa ligeramente por debajo de los 15 años, oscilando la mayoría de las operaciones entre los 10 y los 20 años. En cuanto a las prórrogas normalmente se establecen por periodos de 5 años, si bien en cuanto al número de periodos la casuística es enorme: siendo los habituales dos o tres periodos hay operaciones, como algunas de las realizadas por los bancos americanos Sun Trust Bank y Old National Bancorp, que llegan a tener cinco y cuatro periodos respectivamente de prórroga y en el extremo opuesto otras operaciones de considerable volumen que carecen de esta opción como la venta y posterior leaseback de la torre de HSBC en Londres en 2009. Respecto a las transacciones de mayor volumen llevadas a cabo en España, las realizadas por Banco Santander superan en plazo mínimo más prórrogas los 40 años mientras que en el caso de BBVA son superiores a 25 años.
- Actualización de las rentas: desde las referenciadas al correspondiente índice de precios al consumo hasta las actualizaciones “a valor de

mercado”, caben toda una serie de opciones intermedias combinación de ambas que también tendrán contablemente su trascendencia. Respecto a la determinación de las rentas de mercado, se suelen establecer procedimientos que apelan a asesores internacionales independientes, conocidos como “expertos”, a los que las partes recurren y los pasos a seguir en caso de discrepancia recurriendo a terceros. Así en las operaciones realizadas por Banco Popular la renta anual se encuentra sometida a una revisión anual en función de la evolución del índice de precios de consumo; en otras operaciones existe esa misma indexación pero estableciendo unos “suelos y techos” para evitar una excesiva volatilidad de las mismas como en el caso de la operación realizada por Credit Suisse First Boston en 2009 dónde la revisión de la renta es cada cinco años en referencia también a un índice de precios pero con un mínimo del 1.5% y un máximo del 4.5%; también es factible pactar incrementos constantes cada cierto tiempo como la operación de 2007 de Sun Trust Bank por el que vende más de 300 inmuebles y se pacta una subida anual del 1.5%. Las posibilidades, como pone de manifiesto la casuística analizada, son muy diversas y se presentan como el resultado del acuerdo entre las partes que mejor se ajuste al cumplimiento de sus necesidades y objetivos.

- Seguros, impuestos y gastos de mantenimiento de los inmuebles que, si se estipulan como a cargo del arrendatario constituyen la cláusula conocida como “Triple Net¹⁴”. Suele ser práctica habitual que la arrendataria abone los tributos municipales o locales que gravan la titularidad de los inmuebles o su uso, como el impuesto de bienes inmuebles en España.

¹⁴ Cláusula que con su terminología inglesa se utiliza comúnmente en el ámbito profesional de las transacciones inmobiliarias para estipular el pago por parte del arrendatario de los tres conceptos mencionados: seguros, mantenimiento e impuestos.

Respecto a los gastos de mantenimiento es preciso diferenciar entre ordinarios y extraordinarios. Normalmente, ambos son habitualmente por cuenta del arrendatario pero es también frecuente que, en el caso de los extraordinarios, se establezcan cláusulas que limiten, especialmente en los últimos años de vida del contrato del arrendamiento la participación en estos gastos del arrendatario, lo cual tiene su fundamento en la falta de lógica de tener que realizar un desembolso considerable en un inmueble de cuyo uso se verá privado en corto espacio de tiempo.

Finalmente y por lo que a los seguros se refiere, también suelen ser por cuenta de la entidad arrendataria, incluyendo el continente, el contenido y la responsabilidad civil.

- Posibilidad de venta posterior por parte del arrendatario: en general, se contempla afirmativamente esta opción ya que de no ser así, el proceso dejará de lado a un importante sector de la base inversora que es el de los inversores inmobiliarios que, obtendrán un beneficio añadido de la gestión eficiente de la cartera adquirida dada su experiencia en este mercado del que son profesionales. No obstante, es frecuente que, si bien se permite la libre transmisibilidad, el contrato contemple alguna restricción al respecto en las potenciales ulteriores transmisiones, derivada de la propia naturaleza del negocio financiero: la entidad que vende para entrar con posterioridad en un contrato de arrendamiento tiene unas limitaciones en el conjunto de sus operaciones respecto a las contrapartidas con las que puede vincularse; así, entra aquí en juego una normativa muy importante para las entidades de crédito como es la de blanqueo de capitales (Directiva 2005/60/CE de 26 de Octubre de 2005 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo), o la propia impuesta por el código de conducta de la entidad que es de obligatorio cumplimiento para la misma. Sería inadmisibles con importantes repercusiones legales que implicarían sanciones que, una entidad de crédito quedase vinculada por un contrato de arrendamiento en

virtud de una segunda transmisión a una sociedad dedicada al tráfico de drogas o que financie actividades terroristas. El riesgo reputacional en este sentido es elevado y su traducción económica puede incluso llegar a ser superior al quebranto económico de la sanción. También al terreno de las restricciones a la libre transmisibilidad, pertenecen las limitaciones impuestas a futuros potenciales compradores calificados como competencia directa del arrendatario, si bien aquí lo más conflictivo es la definición del perfil que configura a tal competidor.

- Derechos del arrendatario en caso de venta: pueden no existir o tratarse de tanteo, retracto, derecho de primera oportunidad...
- Opción de compra: su existencia junto con los términos de la misma plantea uno de los aspectos que más controversia generan a la hora de la calificación contable del arrendamiento. Fecha de ejercicio, la posibilidad de una o varias o su precio de ejercicio, son variables determinantes desde este punto de vista y serán objeto de análisis con posterioridad al amparo de la normativa establecida por los sistemas contables.
- Subarriendo y cesión: fundamentalmente se contempla este supuesto para los periodos de obligado cumplimiento.
- Otras consideraciones opcionales: existencia de reserva de edificabilidad cuando se trata de conjuntos inmobiliarios.

La información del *teaser* se completará con una sumaria descripción del inmueble o conjunto de ellos objeto de la operación de compraventa.

A todos aquellos inversores, previamente invitados a participar en el proceso y que hayan manifestado su interés suscribiendo el acuerdo de confidencialidad que se les remitió, se les hará llegar un documento más extenso conocido como “cuaderno de ventas” o infomemo junto con las reglas a las que se someterá el desarrollo del proceso. El objetivo del mismo es facilitar a los candidatos la información mínima necesaria para que puedan realizar una

valoración preliminar del inmueble. En el cuaderno de ventas se recoge una descripción bastante más detallada de los inmuebles objeto de la operación y por otra parte, se concretan y puntualizan toda una serie de aspectos referidos tanto al contrato de arrendamiento como al de compraventa, todos ellos relevantes para el estudio contable de la operación fundamentalmente por implicar quién asume los riesgos derivados del inmueble, factor muy importante, como se verá más adelante en la calificación contable de este tipo de operaciones.

En definitiva es importante que, el diseño básico de la operación, se realice desde un principio estableciendo los aspectos claves de la transacción:

- Clausulado del contrato en cuanto a derechos del arrendatario durante la vida de la operación
- Condiciones de salida y penalizaciones durante la vida del contrato
- Opciones de recompra, precios, derechos preferentes

Y todo ello teniendo en cuenta todos los aspectos fiscales, contables y legales que permitan la consecución del objetivo perseguido con la puesta en marcha de la operación.

3.4. LA PRESENTACIÓN DE OFERTAS

Desde el envío de los infomemos se establece un plazo para que todos los inversores, y tomando como referencia únicamente la información suministrada tanto en relación a los inmuebles como a las propias condiciones de la operación, formulen una oferta no vinculante. El conjunto de ofertas permite realizar una selección de las mismas tanto desde el punto de vista cuantitativo como cualitativo, es decir el paso a la siguiente fase deberá basarse en criterios no solo de precio sino también de solvencia financiera, institucional y reputacional; de esta forma los inversores seleccionados dispondrán a partir de este momento, de un plazo suficiente para examinar toda la documentación relativa a los inmuebles, así como para tener acceso a los contratos tanto de compraventa como de posterior arrendamiento. Aunque en la mayoría de estas operaciones no trasciende públicamente quien ha realizado estas ofertas, en ocasiones es posible que sus nombres salgan a la luz. Así por ejemplo en el caso de la primera operación que HSBC llevó a cabo sobre su sede ubicada en una torre de Canary Warf según informó The Times Online (2007), las ofertas no vinculantes que recibió fueron quince, entre otras las procedentes de Evans Randall, IVG Immobilien de Alemania, Active Asset Investment Management y varios inversores y magnates del Golfo Pérsico y Extremo Oriente.

Normalmente esta fase se configura como un “*Data Room*”¹⁵ que puede ser físico, habilitando una sala donde se recopila la información, pero que cada vez con más frecuencia es virtual a través de una página web donde figura la documentación escaneada. Por medio de un sistema de claves que protege la

¹⁵ Término inglés que en transacciones importantes se emplea para designar a un conjunto, habitualmente numeroso, de datos confidenciales que el vendedor deberá de poner a disposición de los potenciales compradores para que estos puedan valorar correctamente su interés en el proceso y en su caso formular la correspondiente oferta.

confidencialidad de la información, los analistas y asesores de los potenciales inversores pueden acceder a planos, escrituras de propiedad, recibos de los inmuebles... desde una página web configurada con tal propósito. El *Data Room* virtual ofrece la ventaja de posibilitar un seguimiento estadístico de las consultas: el número de las mismas, el tipo de asesores que las realizan (legales, técnicos, fiscales...), el tipo de documentos que con más frecuencia se solicitan, etc. En este periodo es también frecuente que los potenciales inversores realicen lo que se conoce como “due diligence” de los activos en sus distintas vertientes: legal, técnica, medio-ambiental... En ocasiones y para facilitar el procedimiento es, como ya se ha señalado con anterioridad, el propio vendedor quién con carácter previo a la comunicación oficial del proceso, encarga la “due diligence” a uno o varios asesores independientes que, en todo caso, son responsables del contenido de sus informes.

A diferencia de lo que ocurre en el periodo previo a la presentación de las ofertas no vinculantes, durante el “*data room*” sí se permite la solicitud de información adicional y la formulación de preguntas y aclaraciones sobre cualquiera de las cuestiones involucradas en la operación, en un proceso habitualmente conocido como Q&A (utilizando la terminología inglesa “questions and answers”), siendo frecuente que la resolución de las cuestiones planteadas se difunda entre todos los inversores participantes en esta fase mediante su publicación en el propio “*Data Room*”.

Recibidas las ofertas vinculantes, y tras un periodo de análisis de las mismas en las que se tendrá en cuenta, no solo el precio sino la calidad crediticia del ofertante, con el que la entidad de crédito quedará vinculada por mucho tiempo en el contrato de arrendamiento, se seleccionarán las finalistas y con una de ellas, tras un proceso de negociación, acabará por cerrarse la operación, quedando concluida con la debida formalización de los contratos y desembolso de los importes estipulados.

El desarrollo de las operaciones de sale and leaseback en el marco de estos procedimientos permite maximizar la competencia, incrementando el precio y limitando la influencia del comprador sobre el proceso, al tiempo que el carácter público y transparente, así como la sujeción a las normas establecidas desde el inicio, dota al mismo de credibilidad.

4. EL MARCO NORMATIVO

4.1. CONSIDERACIONES GENERALES

Los bancos centrales de cada uno de los países, como organismos responsables de la supervisión a la que antes hemos hecho referencia, someten estas operaciones a una vigilancia detallada para que su impacto financiero en las entidades se ajuste a la normativa vigente. Y va a ser precisamente la legislación la que va a determinar la eficiencia de las operaciones y por tanto la que va a ocupar una parte importante del presente estudio. Respecto a la misma es preciso detenerse en una serie de aspectos que son relevantes para el estudio:

En primer lugar, dentro de cada país nos encontramos con distintos aspectos regulatorios que van a incidir sobre las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios realizadas por las entidades de crédito. Así, tenemos que partir de la existencia de una normativa fiscal que determinará el impacto impositivo de la operación con todo lo que ello supone en términos de rentabilidad financiera, una normativa contable que determinará el impacto de la operativa en la cuenta de resultados y en el balance de la entidad; una normativa específica sobre entidades de crédito y más concretamente, sobre recursos propios que permitirá fijar el impacto sobre los diferentes ratios de capital y solvencia de la entidad. A todas estas vertientes de la legislación vigente se unen otras, aparentemente de menor trascendencia pero también con potenciales repercusiones financieras significativas, como pueden ser las normas reguladoras de cuestiones medioambientales, seguridad en los edificios, criterios técnicos de edificabilidad... Todos ellos como señala Priest (2006), deberán tenerse en cuenta para asegurar el objetivo perseguido por la estrategia.

En segundo lugar, las diferencias de tratamiento entre los diferentes países no son solo una cuestión teórica, sino que plantean los problemas derivados de la

globalización de los mercados financieros a los que antes nos hemos referido y que tienen su manifestación más importante en la necesidad de reconciliar los estados financieros de las entidades que cotizan en mercados bursátiles sometidos a distintos patrones contables como es el caso de la mayoría de los sujetos de las operaciones objeto de nuestro estudio.

Finalmente y en el caso de las operaciones objeto de este estudio, destacar la importancia de la normativa contable a aplicar. Esta deriva de que gran parte de esa estrategia de optimización que persigue como objetivo la operación, está fundamentada en el impacto que tendrá sobre los estados financieros de la entidad, tanto cuentas anuales como ratios de capital, liquidez y solvencia, y este impacto vendrá determinado por la calificación contable de la operación. Arrendamiento financiero o arrendamiento operativo es la disyuntiva en la que nos movemos y que a continuación va a ser objeto de un desarrollo pormenorizado.

Las entidades de crédito se ven afectadas por la normativa sobre solvencia que, penaliza en términos de recursos propios, el mantenimiento de inmuebles en propiedad frente a la opción del alquiler. De ahí nace la razón estratégica que subyace en este tipo de operaciones. Pero para poder gozar de este beneficio, es necesario que el posterior arrendamiento que se establece tras la venta sea calificado como arrendamiento operativo ya que de ser financiero, la normativa no permite, ni sacar el activo de balance una vez realizada la venta, ni reconocer contablemente el beneficio derivado de las plusvalías por lo que, la operación pierde una parte muy importante de su rentabilidad económica financiera y por tanto, de su sentido como estrategia bancaria.

En este momento surge una restricción importante que tiene su trascendencia tanto para la consecución del objetivo perseguido con la operación como para la propia política de la entidad de crédito: por un lado se persigue sacar de balance los activos inmobiliarios realizando plusvalías, de forma que se libere

capital para obtener una mayor rentabilidad de los activos propiamente financieros, pero por otro, la entidad no puede renunciar a mantener el control a largo plazo de unos activos como los inmobiliarios, que son necesarios para el desarrollo de su negocio eso sí, sin asumir el riesgo del mercado propio de estos activos. Pues bien, van a ser algunas de las cláusulas que se imponen para asegurar ese control las que van a generar la controversia y provocar que las operaciones se muevan en un fino límite que separa el arrendamiento financiero del operativo.

Sin embargo, la complejidad de la cuestión no termina con este planteamiento. Si así fuera bastaría con acudir a la legislación y a la actuación e interpretación que de la misma realizan en el ejercicio de sus funciones los organismos encargados de su aplicación y control, para realizar esa calificación. El problema se agrava por la circunstancia de que los límites para definir un tipo u otro no son algo establecido con claridad como puede verse en la propia evolución normativa de Estados Unidos y de los países que siguen las Normas Internacionales de Contabilidad y en las divergencias entre ambas legislaciones en la actualidad.

4.2. ARRENDAMIENTO FINANCIERO Y ARRENDAMIENTO OPERATIVO EN LAS NORMAS INTERNACIONALES DE CONTABILIDAD Y EN LOS PRONUNCIAMIENTOS DEL FASB. ESPECIAL CONSIDERACION DEL CASO ESPAÑOL

Establecida la trascendencia de la calificación contable como paso previo y determinante de la consideración de las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios por las entidades de crédito como instrumento de mejora de la eficiencia de las mismas, procederemos a realizar un breve recorrido sobre los antecedentes de la legislación contable vigente en la actualidad, tanto en los países que se rigen por el marco conceptual establecido por el IASB como en los Estados Unidos con los pronunciamientos que el FASB ha ido estableciendo en materia de arrendamientos desde 1976, para abordar después la situación actual que es la que ha resultado de aplicación a las operaciones objeto de análisis en el presente estudio y, finalizar con el proceso de convergencia de ambos patrones contables que, además de poner fin en la medida en que se consiga la mayor integración posible, a los problemas derivados de la reconciliación de los estados financieros de las entidades, será también decisivo, junto con la normativa bancaria en materia de solvencia y recursos propios, para que este tipo de operaciones puedan seguir configurándose como estrategias de optimización bancaria y operativa.

4.2.1. LOS ANTECEDENTES DE LAS ACTUALES LEGISLACIONES

Con carácter previo vamos a realizar un breve recorrido por los antecedentes de ambos cuerpos normativos en relación a la contabilización de los arrendamientos, centrándonos fundamentalmente en los estados contables del

arrendatario cuyas operaciones son el objeto del presente estudio y mencionando solo tangencialmente lo que se refiere a la contabilidad del arrendador.

En los países que siguen en marco conceptual del IASB, la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 17, reguladora de los arrendamientos, fue emitida por el International Accounting Standards Committee en Diciembre de 1997 que sustituía a la vigente desde 1982 y a su vez sufrió una serie de modificaciones en el año 2000. En Abril de 2001 el IASB resolvió que todos los estándares e interpretaciones formulados en previas redacciones serían de aplicación en tanto no fueran objeto de modificación o derogación.

La versión revisada, vigente en la actualidad y con algunas modificaciones posteriores de la NIC 17 fue emitida en Diciembre de 2003 entrando en vigor en Enero de 2005. Desde su redacción inicial, la NIC 17 y sus normas complementarias se han visto afectadas por los siguientes International Financial Reporting Standards (IFRS o en su terminología española Norma Internacional de Información Financiera):

- Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) número 5 Activos no corrientes mantenidos para la venta y operaciones interrumpidas (Marzo 2004)
- NIIF 7 Instrumentos Financieros: Información a revelar (Agosto 2005)
- Mejoras a las NIIFs (Abril 2009)
- NIIF 9 Instrumentos Financieros (Noviembre 2009)

La NIC 1 Presentación de Estados Financieros (revisión de Septiembre de 2007) modifica la terminología de las NIIF y afecta a la NIC 17.

Finalmente, será necesario tener en cuenta las interpretaciones de la NIC 17 elaboradas por el Standing Interpretations Committee (SIC y CINIIF) que una

vez aprobadas por el Consejo de Normas forman parte del cuerpo normativo del IASC:

- SIC-15 Arrendamientos operativos – Incentivos (Diciembre 1998 y posterior modificación)
- SIC-27 Evaluación de la esencia de las transacciones que adoptan la forma legal de un arrendamiento
- SIC-29 Información a revelar – Acuerdos concesión de servicios (Diciembre 2001 y posterior modificación)
- SIC-32 Activos Intangibles – Costes de sitios web (Marzo 2002 y posterior modificación)
- Interpretación CINIIF 4 Determinación de si un acuerdo contiene un arrendamiento (Diciembre de 2004)
- Interpretación CINIIF 12 Acuerdos de Concesión de Servicios (Noviembre 2006 y posterior modificación).

Destacan igualmente algunas de las discusiones y acuerdos adoptados en la materia por el IASB en sus reuniones mensuales tras la entrada en vigor de la NIC 17. Así, en las sesiones de Mayo de 2006 (23 – 26) comienza a abordarse el tema de las peculiaridades de los arrendamientos operativos en el caso del resultado final en las combinaciones empresariales, se continúa en Febrero de 2007 (20 – 22); en Junio de 2006 se establecen las peculiaridades para las pequeñas y medianas empresas; en Junio de 2007 (19 - 22) se estudian los arrendamientos operativos en los que el adquirente es el arrendatario de la entidad adquirida.

En Octubre de 2006 (16 – 19), se decide provisionalmente la modificación de la NIC 17 para establecer el reconocimiento de las rentas contingentes de los arrendamientos operativos en la medida en que se producen y no a lo largo de la vida de la operación. Con ello se pretende eliminar inconsistencias y clarificar la redacción.

En Estados Unidos debemos remontarnos a Noviembre de 1976 para encontrar los antecedentes más recientes de la actual normativa en materia de arrendamientos en el Statement of Financial Accounting Standards No. 13 (en adelante FAS 13) que lleva por título “Contabilidad de arrendamientos”. Con esta norma se establecen los criterios para la contabilidad de arrendatario y arrendador. Desde la perspectiva del arrendatario, un arrendamiento es una operación financiera llamada arrendamiento de capital si cumple cualquiera de los cuatro criterios especificados. De no ser así, se califica la operación de arrendamiento operativo y será tratado como un gasto operativo corriente. Paralelamente, para el arrendador se establecen tres posibilidades de arrendamiento financiero: tipo-venta, financiación directa o arrendamiento apalancado en los que deberá de cumplir uno de los cuatro criterios del arrendamiento financiero. Todos ellos se contabilizarán como inversiones aunque con peculiaridades y los que no se ajustan a este perfil serán arrendamientos operativos que figuraran como inmuebles alquilados. La gran mayoría de los conceptos relevantes en la materia aparecen reflejados en esta norma que será objeto de modificación por otras posteriores, en ocasiones para matizar o cambiar directamente algunos puntos, y en otras por cuestiones tangenciales para asegurar la coherencia con los criterios contables del resto del cuerpo conceptual.

En Noviembre de 1977, con la FAS No. 17, “Contabilización de arrendamientos – Costes iniciales directos”, se procede a la reformulación del concepto de costes iniciales directos, ante las numerosas peticiones recibidas para la aclaración del término coste incremental. Se suprime la referencia a este concepto, se plantea una nueva definición y a título de ejemplo se citan numerosos supuestos.

Así la siguiente modificación llega en Abril de 1979 con la FAS No. 26 “Reconocimiento del beneficio en los arrendamientos tipo-venta de activos inmobiliarios” y que se centra en la contabilización por parte del arrendador de este tipo de arrendamientos, modificando el párrafo 8 de FAS No. 13. Un mes

más tarde, en Mayo de 1979 se publica la FAS No. 28, “Contabilidad para ventas con arrendamiento posterior” que da una nueva redacción a los párrafos 32 y 33 de la norma original. Este último, en su redacción original consideraba una operación de sale and leaseback como una transacción financiera en la que el beneficio o pérdida derivado de la venta, se difería y se procedía a amortizar por el arrendatario a lo largo de la vida de la operación. La nueva norma permitirá el reconocimiento de pérdidas y ganancias en alguna de las siguientes circunstancias:

- Si el vendedor retiene únicamente para su uso un porcentaje pequeño del activo o de su vida útil será posible contabilizar dos operaciones separadas: la venta y el arrendamiento, salvo que las rentas no guarden relación con su valor de mercado, en cuyo caso será preciso diferir el resultado amortizándolo en los sucesivos ajustes del valor de la renta.
- Si el vendedor retiene un porcentaje superior al anterior pero no la totalidad del uso y el beneficio de la venta excede del valor presente de los mínimos pagos de rentas en el caso de un arrendamiento operativo o excede del la cantidad registrada como bien arrendado en el caso de un arrendamiento de capital, dicho exceso se reconocería como beneficio en el momento de la venta.

Será en Octubre de 1982 cuando la FAS No. 66 “Contabilización de ventas de activos inmobiliarios” venga a matizar las anteriores. Así, en el párrafo 40, se contempla la venta del inmueble acompañada de un arrendamiento total o parcial posterior al vendedor, durante toda la vida útil del bien o por un periodo inferior. En este caso además de remitir a los criterios de la FAS No. 13 para determinar el tipo de arrendamiento, operativo o financiero, se señala el procedimiento para el cálculo del beneficio o pérdida derivado de la venta con independencia de la calificación del arrendamiento, y que básicamente vendrá dado por la diferencia entre lo obtenido por la venta y el valor del activo en balance, descontada

cualquier deuda que llevara aparejada. Una vez calculado el beneficio o pérdida se contabilizará según los criterios de las FAS No. 13 y 28.

En Diciembre de 1986 nuevamente FAS No. 13 será objeto de modificación y FAS No. 17 derogada por FAS No. 91 “Contabilidad de comisiones no recuperables y costes asociados con originación y adquisición de préstamos y costes iniciales directos de los arrendamientos”, estableciéndose una nueva definición de los citados costes y una serie de consideraciones en orden a su contabilización.

Con la FAS No. 98, “Contabilidad de arrendamientos: sale and leaseback con activos inmobiliarios, arrendamientos tipo venta, definición del plazo del arrendamiento, costes iniciales directos de los arrendamientos financieros”, de Mayo de 1988, la normativa anterior vuelve a verse afectada (FAS No. 13; derogación FAS No. 26; FAS No. 66 y FAS No. 91). En virtud de la misma las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios, deben ser calificadas como venta en virtud de lo dispuesto en el FAS No. 66 con las modificaciones que en la materia se introducen con la presente norma. Si en la transacción tiene lugar una continua implicación por parte del vendedor más allá de la normal como arrendatario, la operación se contabilizará por el método del depósito o como una financiación. Se incluyen también una serie de modificaciones en cuanto al plazo del arrendamiento o sobre los arrendamientos clasificados como tipo-venta.

De esta forma, se dispone que, para que el arrendatario pueda contabilizar la operación como un sale and leaseback, será necesario entre otros requisitos, la transferencia al arrendador de todos los riesgos y beneficios derivados de la propiedad demostrado en términos de ausencia de continua implicación. Y respecto a este último concepto, a los dos ejemplos que recoge la FAS No. 66 (existencia de opción de compra al finalizar el arrendamiento, o de garantía sobre la inversión del arrendador), suma otros sin la pretensión de realizar una enumeración completa y cerrada de todos ellos:

- La obligación del arrendatario de compensar al arrendador al final del arrendamiento si el valor del bien cae por debajo del valor residual estimado.
- Si el arrendatario da financiación al arrendador para la compra.
- Si el arrendatario mantiene obligaciones de pago vinculadas a la propiedad.
- ...

En Abril de 2002, con FAS No. 145, se modifica FAS No. 13 con el objetivo de eliminar la inconsistencia que se produce cuando, como consecuencia de un cambio en las condiciones del sale and leaseback, el arrendamiento pasa a ser operativo y en consecuencia debe contabilizarse siguiendo las normas de estos.

Así llegamos a situarnos en 2009, en la Accounting Standard Codification¹⁶, entendida como única fuente de autoridad no gubernamental de los principios contables americanos generalmente aceptados y tradicionalmente conocidos en sus siglas inglesas US GAAP y que tendrá efectividad en los periodos contables anuales que finalicen con posterioridad al 15 de Septiembre de 2009. Todos los pronunciamientos a los que nos hemos referido para hacer un breve recorrido por los antecedentes de la normativa reguladora de las operaciones objeto de nuestro estudio, quedan derogados por el nuevo cuerpo doctrinal y figuran como no autorizados.

¹⁶ La Codificación es el fruto de un proyecto desarrollado por el FASB durante cinco años en el que se ha contado con la colaboración de más de 200 personas pertenecientes a entidades muy diversas.

4.2.2. LA SITUACION ACTUAL

Siguiendo el mismo planteamiento del epígrafe anterior, nos centraremos en primer lugar en el marco conceptual del IASB sobre la materia que, como ya hemos señalado tiene su piedra angular en la Norma Internacional de Contabilidad 17 sobre arrendamientos, para pasar después a señalar las particularidades y peculiaridades que diferencian el tratamiento para las compañías americanas cuya contabilidad sigue el patrón establecido por el FASB. Dado que la normativa española en la materia específicamente aplicable a las entidades financieras, es fiel reflejo de la Norma Internacional de Contabilidad número 17 sobre Arrendamientos, iremos haciendo también referencia a la misma a lo largo de este apartado.

4.2.2.1. REGULACION CONTABLE DEL IASB

La normativa del IASB (NIC 17. 10) clasifica los contratos de arrendamiento en función del fondo económico, con independencia de su forma jurídica, con una redacción muy similar a la que contempla en España el regulador en la Circular 4/2004 de Banco de España (Norma 33 A) 1). Ambas disponen que el arrendamiento se calificará como operativo cuando el arrendador asuma los riesgos inherentes a la propiedad lo que, entre otras, y en un primer avance tiene las siguientes repercusiones:

- En caso de existir una opción de compra al vencimiento del contrato, el importe de ésta ha de reconocer el valor de mercado del inmueble. Es una de las cláusulas más controvertidas de cara a la calificación contable del arrendamiento como operativo y el análisis de la realidad pone de manifiesto cómo algunas de las operaciones más significativas desde el punto de vista de su volumen, como la venta de la ciudad financiera por Santander en 2009 o las realizadas por BBVA en 2009 y 2010 incluyen esta cláusula en sus contratos. En el caso de ambas entidades, siguiendo lo

establecido por la legislación contable, sus documentos financieros anuales acreditan el cumplimiento de los requisitos para que tal circunstancia no invalide la calificación operativa del arrendamiento.

- El valor actual de los pagos futuros del arrendatario no puede ser equivalente al valor razonable del activo objeto de la operación.
- No debe existir una relación clara entre la vida económica del activo y el plazo del contrato de arrendamiento.
- El activo arrendado ha de poder ser utilizado por titulares diferentes al arrendatario actual (no puede ser un activo ad-hoc). En el caso de las operaciones de sale and leaseback realizadas por las entidades de crédito es difícil que se incumpla este requisito puesto que sus necesidades, dado un determinado tamaño y perfil de negocio, no difieren mucho y por tanto, al menos en teoría, los inmuebles siempre tendrían la posibilidad de ser alquilados a otro banco. La controversia en relación a este requisito, puede surgir de los complejos específicos los que nos hemos referido antes como el de Merrill Lynch en Londres o la ciudad financiera de Banco Santander en Boadilla del Monte, pero incluso en estos casos sería posible encontrar otros arrendatarios potenciales y no necesariamente del sector financiero.
- El arrendador no puede repercutir en el arrendatario las bajadas del precio de mercado del inmueble.
- En caso de que el contrato de arrendamiento se renueve al vencimiento, las rentas serán actualizadas a precios de mercado.

En esta misma línea la Interpretación SIC 27.4, hace hincapié en la necesidad de evaluar todos los aspectos e implicaciones del acuerdo para determinar su esencia, ponderándose especialmente todos aquellos que tengan un efecto económico.

Tras una definición genérica del concepto de arrendamiento como aquel “acuerdo por el que el arrendador cede al arrendatario, a cambio de percibir una

suma única de dinero, o una serie de pagos o cuotas, el derecho a utilizar un activo durante un periodo de tiempo determinado” (NIC 17.4), se abordan los conceptos de arrendamiento financiero y operativo aunque desde distinta perspectiva.

El arrendamiento financiero es un tipo de arrendamiento en el que se transfieren sustancialmente todos los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad del activo. La propiedad del mismo, en su caso, puede o no ser transferida. (NIC 17.4). En cambio, la norma no da una definición explícita de arrendamiento operativo sino que se limita a referirlo como todo aquel acuerdo de arrendamiento distinto al financiero. No obstante podemos inferir que, a pesar de la amplitud con que lo considera la norma, el elemento que lo caracterizaría en definitiva es que no haya una transferencia sustancial de los riesgos y beneficios derivados de la propiedad del activo. Nos encontramos ya, desde la propia definición del tipo de arrendamiento, con un concepto jurídico indeterminado que habrá que ir concretando y sobre todo, estudiando en qué medida las distintas cláusulas de los contratos de arrendamiento, algunas de las cuales ya han sido mencionadas con anterioridad en el planteamiento de la operación, suponen o no una ***transferencia sustancial de todos*** los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad del activo.

La propia norma recoge a título de ejemplo algunos riesgos y algunos beneficios. Entre los riesgos cita la posibilidad de pérdidas por capacidad ociosa u obsolescencia tecnológica o las variaciones en el rendimiento debidas a cambios en las condiciones económicas. Por su parte, entre los beneficios menciona la expectativa de una explotación rentable a lo largo de la vida económica del activo así como los derivados de una ganancia por revalorización o de una realización del valor residual (NIC17.7). Sin embargo la enumeración lejos de ser cerrada deja un amplio campo abierto a la interpretación.

Realiza también la norma una puntualización sobre la calificación del arrendamiento para cada una de las partes apelando a necesidad de coherencia de

la misma, lo cual puede conducir a que no necesariamente estemos hablando de un mismo tipo de arrendamiento para las dos partes. Así un arrendamiento puede ser operativo para el arrendatario y financiero para el arrendador, si este se beneficiara de una garantía referida al valor residual, aportada por un intermediario no vinculado con el arrendatario (NIC 17.9; Circular BE 4/2004. N.33. A) 4.).

La NIC 17 en su apartado 10 del que es reflejo la Norma 33. 3 de la Circular BE 4/2004, recurre a la enumeración de lo que califica como situaciones que pueden inducir a calificar un arrendamiento como financiero:

- Transferencia de la propiedad del activo al arrendatario al finalizar el plazo del arrendamiento
- El arrendatario tiene la opción de comprar el activo a un precio que se espera suficientemente inferior al valor razonable en el momento en que la opción sea ejercitable, de modo que en el momento de cerrar el contrato sea de elevada probabilidad su ejercicio
- El plazo del arrendamiento cubre la mayor parte de la vida económica del activo (aún en el caso de que la propiedad no vaya a ser transferida al final de la operación)
- Al inicio del arrendamiento, el valor actual de los pagos mínimos por el arrendamiento es al menos equivalente a la práctica totalidad del valor razonable del activo objeto de la operación
- Los activos arrendados son de una naturaleza tan especializada que sólo el arrendatario tiene la posibilidad de usarlos sin realizar en ellos modificaciones importantes
- Posibilidad de cancelación del arrendamiento por el arrendatario, asumiendo las pérdidas que por tal cancelación cause al arrendador

- Si el arrendatario soporta las pérdidas o ganancias derivadas de las fluctuaciones en el valor razonable del importe residual
- Si el arrendatario tiene la opción de prorrogar el arrendamiento con unos pagos sustancialmente inferiores a los habituales de mercado.

Sin embargo, termina lo referente a estos criterios mencionando que, a pesar de concurrir alguno de ellos, habrá que estar a la determinación de quien soporta los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad para la calificación final.

La calificación del arrendamiento se realizará al inicio del mismo de forma que, los cambios en las estimaciones como las referidas a la vida económica o al valor residual, no darán lugar a una nueva calificación del contrato a efectos contables. Por el contrario, si se produce un acuerdo entre arrendador y arrendatario por el que se modifican estipulaciones que habrían dado lugar a una calificación distinta del contrato de haberse producido en origen, el contrato revisado se considerará un nuevo arrendamiento por todo el plazo que reste del contrato (NIC 17.13; Circular BE 4/2004 Norma 33.2).

La normativa del IASB contempla también unas disposiciones especiales para llevar a cabo la calificación del arrendamiento cuando este tiene por objeto terrenos, edificios y construcciones (NIC 17. 15A, 16 y 17):

- En primer lugar dispone que se procederá a la clasificación por separado de los terrenos y de los edificios siguiéndose los criterios anteriormente establecidos para el resto de los activos. Además será necesario tener en cuenta que, los terrenos normalmente suelen tener una vida económica indefinida.
- Para la calificación de arrendamiento financiero u operativo los pagos mínimos garantizados se distribuirán entre el componente de terrenos y el de construcciones proporcionalmente a su valor razonable. Si no se pudiera hacer esta imputación, todo pasaría a calificarse como

arrendamiento financiero salvo que quedarse acreditado que el arrendamiento de ambos componentes es operativo.

- Si en el arrendamiento de terrenos y construcciones, el valor que se reconoce para los terrenos resulta insignificante, podría tratarse el arrendamiento como una unidad considerando la vida económica de los edificios como la que corresponde a la totalidad del activo arrendado.

Para finalizar este recorrido por la normativa del IASB desde la perspectiva de la calificación contable de los arrendamientos, la NIC 17 termina dedicando los números 58 a 66 a lo que denomina transacciones de venta con arrendamiento posterior, contemplando específicamente las operaciones objeto de estudio y, entre cuyos rasgos característicos cita específicamente la interdependencia existente entre el precio de venta y las cuotas del arrendamiento (NIC 17. 58), a la que nosotros nos hemos referido en un apartado anterior al mencionar el planteamiento económico con que se realizan estas transacciones en el mercado. En este caso la calificación como operativo o financiero del arrendamiento posterior será la que faculte o no el reconocimiento del beneficio, si lo hubiera, obtenido por la venta de activo inmobiliario. Solo en el caso del arrendamiento operativo (NIC 17. 61; Circular BE 4/2004 N.33. 21), el resultado podrá reconocerse inmediatamente como tal, siempre y cuando el precio de la compraventa pueda ser calificado como valor razonable:

1. Si el precio fuese inferior al valor razonable, el resultado se reconocerá inmediatamente, salvo que la pérdida resulte compensada por cuotas futuras por debajo de los precios de mercado, en cuyo caso se diferirá y amortizará en proporción a las cuotas pagadas durante el periodo en el que se espere utilizar el activo.
2. Si el precio de venta fuese superior al valor razonable, dicho exceso se diferirá y amortizará durante el periodo en que se espere utilizar el activo.

Finalmente se señala que estas operaciones de venta con arrendamiento posterior pueden cumplir las condiciones para tener que informar por separado de ellas según la NIC 1 sobre Presentación de estados financieros (NIC 17. 66).

Como se desprende del análisis de las operaciones llevado a cabo en el estudio empírico, todas las transacciones realizadas bajo normativa IASB y de las que hemos dispuesto de información suficiente para incluirlas en la muestra, han reconocido en el ejercicio contable de ejecución de la venta la plusvalía o la minusvalía derivada de la misma con una sola excepción. Sin embargo, de los numerosos documentos contables que han sido objeto de análisis para el estudio, se desprende una gran dispersión en el grado de cumplimiento de la obligación normativa de reflejar los detalles relevantes de estas operaciones, algunos de los cuales son importantes desde el punto de vista de la justificación de la calificación operativa del arrendamiento. En términos generales, las entidades españolas, cuyas operaciones se concentran en los últimos cuatro años, recogen adecuadamente en sus cuentas anuales los aspectos significativos que acreditan el carácter operativo del arrendamiento, mientras que en el caso de los bancos australianos, las deficiencias en la información para estas operaciones son numerosas, y hay que entender que, efectivamente se cumplen las condiciones para el reconocimiento del beneficio, aunque no quede constancia específica de ello. Respecto a la excepción que se acaba de mencionar, es el caso de la primera venta de HSBC de su torre de Londres, de la que en el informe anual de 2007, año de la ejecución, se señala explícitamente que el beneficio no será reconocido en tanto, Metrovacesa no devuelva el préstamo puente que la propia entidad financiera le hizo para hacer frente a la adquisición. Como se verá con más detalle con posterioridad, la concesión de financiación para la compra de los activos por parte del arrendatario, invalida la posibilidad de reconocer el beneficio derivado de la venta.

4.2.2.2. REGULACION CONTABLE DEL FASB

Pasando al desarrollo normativo contable americano, dentro de los nueve grandes bloques en los que se estructura el nuevo marco contable de la Codificación, la regulación de los arrendamientos se localiza en el titulado como “Operaciones generales”, en el título “Arrendamientos” que ocupa la numeración 840. Dentro del mismo se estructuran cuatro apartados: el primero referido a los arrendamientos en general, el segundo a los arrendamientos operativos, el tercero a los arrendamientos de capital y el cuarto a las operaciones de sale and leaseback. Con un desarrollo paralelo cada uno de ellos se dividirá a su vez en dos secciones: objetivos y requerimientos que se desglosarán en cada caso tanto en la perspectiva del arrendador como en la del arrendatario. Se siguen así los parámetros establecidos en el documento “Accounting Standards Codification. Notice to Constituents (v 4.1) About the Codification”. Antes de entrar propiamente en el contenido específico relevante para las operaciones que estudiamos, es necesario señalar que la regulación norteamericana en materia de arrendamientos es bastante más extensa y pormenorizada que la europea, definiendo con precisión una parte importante de la terminología empleada y contemplando más particularidades que las establecidas por el IASB, lo cual supone dejar menos cuestiones a la interpretación.

Como se acaba de señalar, la terminología americana diferencia entre arrendamientos operativos y arrendamientos de capital que son el equivalente de los financieros en el ámbito del IASB. Los arrendamientos de capital vienen determinados según el apartado 840-10-25-29, por cumplir al menos uno de los cuatro requisitos del punto 840-10-25-1 de la Codificación:

- Transferencia de la propiedad del activo al arrendatario al finalizar el plazo del arrendamiento.
- La existencia de una opción de compra que no sea a precio de mercado. Es importante acudir a la definición de este término por su trascendencia y así

se establece como aquella cláusula que concede al arrendatario el derecho de comprar el bien arrendado por un precio manifiestamente inferior al valor de mercado que debería de tener el bien al finalizar el arrendamiento de forma que, en el momento inicial del mismo, el ejercicio de la opción se presente como razonablemente probable.

- El plazo del arrendamiento no debe ser superior al 75% de la vida económica del inmueble.
- El valor actual de los pagos mínimos del arrendamiento a lo largo de la vida de la operación no puede superior el 90% del valor razonable del activo en el momento de inicio del arrendamiento.

Si no concurre ninguno de ellos en la operación objeto de estudio, el arrendamiento será calificado como operativo (840-10-25-30).

Se contemplan también, como en la normativa del IASB, los arrendamientos que implican terrenos y edificios (840-10-25-36) y se regulan en el punto 840-10-25-38 de forma algo diferente a aquella:

- Si en el arrendamiento hay transferencia de propiedad u opción de compra a precio distinto del de mercado, terreno y edificio se capitalizaran por separado imputándose las rentas para el cálculo del valor presente en función del peso de los terrenos en el valor conjunto del bien.
- Si no concurren ninguno de los dos elementos mencionados en el contrato de arrendamiento:
 - Si el valor del terreno es inferior al 25% del total del inmueble, se considerará un único arrendamiento que, en función del criterio del valor presente de las rentas y del plazo del contrato, se calificará como operativo o de capital.

- Si el valor del terreno supera el 25%, se considerarán separadamente el terreno y el edificio a los efectos de aplicar los otros dos criterios, de forma que:
 - ❖ Si en el edificio concurre uno de los dos criterios, el arrendamiento del mismo será calificado de capital mientras que el del terreno será operativo.
 - ❖ Si en el edificio no concurre ninguno de los dos criterios, se considerará una única operación con un arrendamiento calificado de operativo.

El número 840-40 de la Codificación se encuentra dedicado específicamente a las operaciones de sale and leaseback, referenciando la calificación del arrendamiento posterior a los mismos criterios que se han presentado para un arrendamiento sin venta previa. En este punto también se apela, en los mismos términos que en la NIC 17, a la transferencia sustancial de riesgos y beneficios sobre el bien para la calificación del arrendamiento como operativo o de capital.

En cuanto al reconocimiento de la plusvalía o minusvalía derivada de la venta se establece en el número 840-40-25-3 como regla general su diferimiento a menos que concurran las siguientes condiciones:

- El vendedor retenga solo el derecho a utilizar una parte menor del bien vendido en cuyo caso la venta y el arrendamiento se contabilizarán como dos operaciones separadas. Incluso en este caso, si la renta a pagar fuera sustancialmente inferior a la de mercado, una parte del beneficio se diferirá ajustándose progresivamente con la renta.
- El vendedor retiene un derecho de uso del bien superior al anterior pero sin alcanzar sustancialmente la totalidad del inmueble realizándose una plusvalía con la venta de la que podrá reconocerse el exceso de la misma que resulte sobre una de los dos siguientes importes:

- Si el arrendamiento es operativo, el importe a considerar será el valor presente de los pagos mínimos a lo largo de la vida de la operación.
- Si el arrendamiento es de capital, el importe por el que figura el bien.
- El valor de mercado del inmueble en el momento de la venta es inferior a aquel por el que figura en libros, en cuyo caso la pérdida será objeto de reconocimiento inmediato.

La contabilización de la operación como un sale and leaseback por parte del arrendatario exige según el punto 840-40-25-9 el cumplimiento por parte de la operación de tres requisitos:

1. Cumplimiento de la definición de un “arrendamiento normal”, definido en el punto 840-40-20 como aquella relación entre las partes que implica un uso activo del inmueble por el vendedor en contraprestación al pago de una renta, incluyendo las de carácter contingente y excluyendo una continua implicación del mismo.
2. Los términos relativos a la renta y demás cláusulas ponen de manifiesto una inicial y continua participación del arrendador comprador en la gestión de la propiedad.
3. Los términos relativos a la renta y demás cláusulas ponen de manifiesto una sustancial transferencia de los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad del inmueble.

Particularmente importante es la existencia de una opción de compra por parte del arrendatario para considerar que no concurre ni la continua implicación por parte del comprador-arrendador ni la transferencia efectiva de riesgos y beneficios y, por tanto, no es posible la aplicación de los criterios contables establecidos para las operaciones de sale and leaseback. Es una de las diferencias más significativas con la normativa del IASB que sí permitirá la existencia de

estas opciones siempre que su precio de ejercicio sea el de mercado del inmueble en el momento en que se ejerza.

Entre otras condiciones que también ponen de manifiesto la no existencia de una transferencia efectiva de los riesgos derivados de la propiedad se recogen en el punto 840-40-25-14 el pago de compensaciones al arrendador al concluir el arrendamiento si el valor residual es inferior al estimado inicialmente o, la que es más significativa para nuestro estudio, la concesión de financiación no garantizada por el vendedor al comprador o garantizada con el propio bien objeto de la operación de sale and leaseback.

4.2.3. EL PROCESO DE CONVERGENCIA: LA FUTURA REGULACION CONTABLE

4.2.3.1. RECORRIDO POR LOS PRINCIPALES AVANCES DEL PROCESO

Los trabajos conjuntos en materia reguladora contable de arrendamientos encuentran sus orígenes en 2006 y, más concretamente, en la reunión del IASB que tuvo lugar del 28 al 31 de Marzo dónde se discutió la posibilidad de un proyecto en común con el Accounting Standard Board (ASB) de Reino Unido y que se iniciaría con la elaboración de un documento de discusión. Sin embargo, se estimó más conveniente que los trabajos fuesen orientados a un desarrollo conjunto con el FASB creando un grupo de trabajo que partiese de consultas previas con los diferentes usuarios de la información contable. Un mes más tarde, el 27 y 28 de Abril tuvo lugar la reunión del IASB y FASB en la que se acordó la puesta en marcha del proyecto. En la reunión del 18 al 21 de Julio, se aprueba formalmente la inclusión del proyecto en la agenda expresando como objetivo el hecho de culminar en un trabajo para someterlo a discusión en 2008. El proyecto consideraría todos los aspectos contables de los arrendamientos y revisaría la forma en que los contratos son recogidos en los estados contables tanto del arrendador como del arrendatario. Se crea un grupo de expertos que puedan asesorar en la materia. Será en la reunión conjunta del 18 al 22 de Septiembre en la que se excluya, por haberse creado otro proyecto ad hoc, el tema de los arrendamientos de los trabajos conjuntos que se están desarrollando en materia de Instrumentos Financieros.

En Marzo de 2007 (20 – 22) se aborda por el consejo del IASB la primera discusión del proyecto que llevará a un replanteamiento total de la contabilización de los arrendamientos juntamente con el FASB. Se inicia con las consideraciones tendentes a reconocer los derechos y obligaciones que surgen de un sencillo

contrato de arrendamiento no cancelable, para pasar a analizar con posterioridad si tales derechos y obligaciones se identifican con la definición de activo y pasivo del marco contable vigente en aquel momento. Por su importancia en aspectos significativos de las operaciones posteriormente estudiadas, nos detendremos en las conclusiones provisionales que se formularon.

Así se concluyó que en un arrendamiento no cancelable sencillo, el arrendatario tiene un derecho a utilizar un bien que cumple la definición de activo y paralelamente, una obligación de realizar pagos que se ajusta a la definición de un pasivo. Por otro lado, la obligación de devolver el bien al finalizar el contrato, no cumple la definición de un pasivo. Si bien se reconoce la posibilidad de que existan otras obligaciones como la de devolver el bien en determinadas condiciones.

Por lo que al arrendador se refiere, se concluyó que el derecho a recibir determinados pagos del arrendatario, sí se ajusta a la definición de un activo, aunque por otra parte su obligación de permitir al arrendatario utilizar el bien arrendado no se ajusta a la definición de pasivo.

Adicionalmente se plantean diversos modelos para seguir como patrón en la contabilidad de los arrendamientos:

- El derecho de uso, en el que el arrendatario reconoce su derecho a utilizar el bien arrendado y su obligación de pagar por dicho uso. El arrendador reconoce como un activo su derecho a recibir los pagos así como el valor residual del bien al final del arrendamiento.
- El modelo de activo total, por el que el arrendatario reconoce en su balance el activo físico arrendado y, paralelamente dos obligaciones: la de realizar los pagos al arrendador y la de devolver el bien al final del arrendamiento. El arrendador reconoce el derecho a recibir los pagos y a recibir el bien a la finalización del arrendamiento.

- Modelo de contrato ejecutivo, enfoque por el que el arrendatario no reconoce ningún activo ni pasivo tras el inicio del contrato de arrendamiento. Los pagos se reconocen en la cuenta de pérdidas y ganancias a medida que tienen lugar y el arrendador reconoce el bien como un activo.
- Modelo utilizado en los actuales estándares, por el que el arrendatario contabiliza el arrendamiento como un contrato ejecutivo o reconoce un activo y un pasivo en función de la clasificación del contrato de arrendamiento. La contabilización del arrendador es similar dependiendo de la clasificación.

El consejo concluyó provisionalmente que el enfoque del derecho de uso es el único que conlleva el reconocimiento de activos y pasivos identificados en un arrendamiento simple, si bien importantes cuestiones relativas a la valoración y el reconocimiento podían modificar estas conclusiones.

En la reunión de Abril 2007 (23 – 24) llevada a cabo conjuntamente con el FASB, se tratan dos posibles enfoques sobre el objetivo del proyecto en materia de arrendamientos: bajo el primero serían objeto de la nueva regulación solo los arrendamientos que ahora se incluyen en los estándares actuales (NIC 17 y FAS 13 con todas sus modificaciones posteriores), mientras que bajo el segundo se estarían abarcando todos aquellos contratos que, desde una consideración fundamental, impliquen la cesión de un derecho de uso de un bien a un tercero. Se opta por comenzar el desarrollo de un modelo basado en el primer enfoque, remitiendo a una fase más avanzada del proyecto la posibilidad de ampliar el objeto hacia posiciones próximas al segundo enfoque.

En la reunión de Mayo de 2007 (15 – 18) se abordó el tema de los contratos de arrendamiento que otorgan al arrendatario la opción de prórrogas adicionales o de cancelaciones anticipadas. Se estudiaron los factores que pueden afectar a la decisión de prorrogar o no y se consideró si era posible analizar el

arrendamiento con opción de prórroga como un arrendamiento a largo plazo con opción de cancelación anticipada. Se analizaron los derechos y obligaciones que surgen de un arrendamiento simple que incluye una opción de extender el plazo y si los mismos se ajustan a las definiciones vigentes de activos y pasivos en el marco contable.

Cuatro son los potenciales enfoques de los arrendamientos con posibilidad de prórroga o cancelación anticipada:

- El arrendatario obtiene el derecho de uso hasta el ejercicio de la opción y la opción de prorrogar el arrendamiento.
- El arrendatario obtiene el derecho de uso por el plazo del arrendamiento, incluyendo cualquier posible prórroga y una opción de cancelación del arrendamiento.
- El arrendatario obtiene un derecho de uso durante el plazo del arrendamiento o hasta el ejercicio de la opción. Los activos y pasivos se reconocen tomando como referencia el plazo más probable del arrendamiento. No se reconoce separadamente ninguna opción.
- El arrendatario obtiene un derecho de uso cuya valoración o medida se fundamenta en el valor ponderado por su probabilidad de los pagos bajo dos posibles vencimientos del arrendamiento. No hay reconocimiento separado de ningún tipo de opción.

No se tomó ninguna decisión y los debates se mantuvieron en el plano académico.

En Junio de 2007 (19 – 22), se concluye provisionalmente que en un arrendamiento sencillo, el derecho de uso contractual del arrendatario cumple la definición de activo del actual marco conceptual al tiempo que, su obligación contractual de realizar los pagos se ajusta a la definición de pasivo. En esta reunión se abordó la valoración y cuantificación de estos activos y pasivos en su

reconocimiento inicial y en los siguientes ejercicios, dejando de lado la cuestión de los costes de la transacción para otra discusión posterior.

Dos son los potenciales enfoques que se plantean para el reconocimiento inicial de la obligación del arrendatario:

1. Valorarla a precio razonable.
2. Reflejarla por el valor presente de los flujos de caja esperados, descontados utilizando el tipo de interés implícito del arrendamiento, siempre que sea posible su determinación, y en su defecto el tipo de interés marginal de endeudamiento del arrendatario. Este es el enfoque coherente con la formulación de la NIC 17.

Para el posterior reconocimiento de la obligación a lo largo de la vida del arrendamiento se contemplan tres enfoques:

1. Valor razonable.
2. Coste de amortización con el método del interés efectivo.
3. Coste de amortización según el método del interés efectivo con una opción de valor razonable de la obligación.

Provisionalmente se concluye que la obligación del arrendatario de realizar los pagos es una obligación financiera en los términos definidos por la NIC 39 sobre instrumentos financieros y más concretamente en su apartado sobre reconocimiento y valoración. En consecuencia, su reflejo inicial y su posterior evolución deberán de ser consistentes con el criterio de las obligaciones financieras. Adicionalmente, se concluye que la valoración inicial debería de ser por criterio de valor razonable y las posteriores según el coste de amortización con opción de valor razonable sujeto a las restricciones impuestas por la NIC 39.

Respecto a la valoración del derecho de uso del bien, tres posibles enfoques:

1. Enfoque de activos intangibles: configurar como tal el derecho de uso del bien según la NIC 38 sobre activos intangibles.
2. Enfoque de la naturaleza del bien arrendado de forma que, si por ejemplo el bien arrendado es un inmueble, se aplicaría la NIC 16 sobre Edificios, Terrenos y Equipos.
3. Enfoque de un modelo de contabilidad específico que se aproximase al valor razonable.

El consejo manifestó su preferencia por el segundo enfoque, siendo posible en el mismo presentar estos activos de forma separada a los que se poseen en propiedad.

Finalmente se trató el momento en que debe procederse al reconocimiento inicial de activos y pasivos en los contratos de arrendamiento. En concreto se discutió si los activos y pasivos nacen con la firma del contrato o si por el contrario deberían de hacerlo cuando el contrato se perfecciona por la entrega del bien arrendado. Se pone de manifiesto que entre ambos momentos puede haber una significativa diferencia temporal en algunos casos, de forma que las valoraciones de activos y pasivos no coincidan. Se pide a un comité asesor un análisis en profundidad sobre esta cuestión.

Del 17 al 20 de Julio de 2007 tiene lugar la reunión del IASB en la que se decide provisionalmente la supresión en la NIC 17 de la clasificación específica de los arrendamientos sobre terrenos por considerarse innecesaria.

En Octubre de 2007 (16 – 19), en el IASB se discute sobre los contratos de arrendamiento que conllevan obligaciones adicionales para el arrendatario:

- Costes derivados de la reposición del bien
- Costes derivados de la reposición del bien en un determinado estado
- Costes derivados del mantenimiento del bien objeto del arrendamiento

Se discute si estas obligaciones cumplen la definición de pasivo y en ese caso, si existen desde el inicio del contrato o sobrevienen en algún momento posterior. Provisionalmente se decide que son obligaciones existentes desde el inicio lo que supone determinar su tratamiento contable, su valoración y si suponen el reconocimiento de un activo para el arrendador.

También se plantea el tema de los pagos variables por arrendamiento que incluye:

- Rentas vinculadas a un índice como el de la inflación.
- Rentas con un componente variable vinculado a las operaciones del arrendatario o al comportamiento financiero del bien arrendado.
- Rentas que se incrementan en caso de que el arrendatario supere determinados estándares de uso.

El Consejo decidió provisionalmente que, tanto la parte fija como variable de los pagos de renta, suponen una obligación para el arrendatario.

Todas las consideraciones de esta reunión en esta materia se mantuvieron en un plano doctrinal sin decisiones ejecutivas.

En la reunión de carácter técnico de Junio de 2008 el comité asesor presentó un proyecto de reforma en materia de arrendamientos que debería de estar aprobado para su entrada en vigor a mediados de 2011, con una serie de fundamentos que se confirman en la reunión del IASB de Julio de 2008 (21 – 25):

- Se decide aplazar el desarrollo de un nuevo modelo contable para el arrendador.
- Se estudian los contratos con opciones de prórroga y cancelación anticipada decidiéndose provisionalmente que tales opciones no serán objeto de reconocimiento separado. El reconocimiento de activos y pasivos

se fundamentará en el plazo del arrendamiento respecto al cual caben distintos enfoques:

- Incluir periodos opcionales en el plazo cuando el ejercicio de la opción es razonablemente probable.
- Utilizar la mejor estimación del plazo sin recurrir a ponderaciones de probabilidad.
- Utilizar un plazo estimado en función de probabilidades ponderadas.

El primer enfoque se rechaza y se muestra preferencia por el último aunque no se toma una decisión formal. Se considera además que los factores contractuales, extracontractuales y de negocio deben considerarse a la hora de abordar el plazo del arrendamiento.

- También se decide provisionalmente:
 - Desarrollar un nuevo modelo para los pagos de rentas contingentes utilizando un criterio de estimación basado en probabilidades ponderadas.
 - Que el arrendatario inicialmente registre su derecho de uso y su obligación de pago por el importe del valor actual de los pagos.
 - Que el arrendatario descuenta los pagos con su tasa marginal de endeudamiento (hasta ese momento la NIC 17 hablaba de tipo de interés implícito y solo si no era posible conocer este recurrir al primero).
 - Que en los sucesivos ejercicios el arrendatario debe amortizar su derecho de uso teniendo como referencia el plazo más corto entre el plazo del arrendamiento y la vida económica del bien.
- Se acuerda provisionalmente suprimir los actuales requerimientos para clasificar un arrendamiento como operativo o financiero.

En Noviembre de 2008 (17 – 21) el IASB se plantea otra serie de cuestiones importantes para la contabilización de los arrendamientos:

1. Arrendamientos con opciones de prórroga o cancelación anticipada. Se recogerán en función del plazo más probable.
2. Rentas contingentes. En Julio se había decidido que debían reflejarse y ahora se acuerda también provisionalmente que se contabilicen en función de una probabilidad ponderada y que los activos y pasivos incluyan los posibles pagos derivados de una garantía del valor residual.
3. Posteriores asientos. Amortización del derecho de uso en función del plazo o vida económica del bien (el más reducido) así como el reconocimiento de los gastos financieros en la obligación de pago de rentas. Se contempla también el reajuste del plazo del arrendamiento y de los flujos de caja en los sucesivos ejercicios contables aunque no se concluye nada sobre la actualización del tipo de interés utilizado.
4. Presentación. Del activo arrendado como un derecho de uso separado de los activos en propiedad y de la obligación del pago de rentas como una obligación de tipo financiero.
5. Subarrendamientos. No se concluye nada.

El 2008 finaliza en Diciembre con una serie de decisiones respecto a temas propuestos en el borrador de mejoras publicado en Octubre de 2007 y entre ellas la de la clasificación de los arrendamientos de terrenos.

En Marzo de 2009, con el título de Arrendamientos, Consideraciones preliminares, se publica un documento de consulta con los aspectos más significativos que deberán de resolverse en un futuro. El proyecto llevado a cabo conjuntamente por IASB y FASB tiene como objetivo la creación de unos estándares comunes para la contabilización de los arrendamientos de forma que los activos y pasivos nacidos de estos contratos queden correctamente reflejados

en los estados financieros, situación esta que en el caso de los arrendamientos operativos, tanto a la luz de la NIC17 como de los principios contables americanos, es manifiestamente incompleta dado que, el arrendatario solo refleja el pago de las rentas como un gasto a lo largo de la vida de la operación. La diferenciación entre dos categorías de arrendamientos con implicaciones contables provoca una serie de problemas: los arrendamientos operativos generan unos activos y pasivos que no se recogen en los estados financieros; por otro lado, operaciones económicamente similares tienen tratamiento contable diferente y, finalmente, es posible la configuración contractual del arrendamiento de forma que se consiga la calificación pretendida.

Entre los aspectos que el documento somete a la opinión pública se encuentran: los contratos objeto de regulación, el reconocimiento de la extensa variedad de activos y pasivos que pueden surgir de estos contratos, la cuantificación inicial y subsiguiente de los activos y pasivos, la contabilización de opciones (de compra, de prórroga, de cancelación anticipada...), de rentas contingentes, garantías de valor residual, presentación en los estados financieros... A través de un análisis pormenorizado de todos estos extremos se plantea como principio que debe subyacer a un nuevo estándar en la materia, que los contratos de arrendamiento dan lugar a activos y pasivos que deben de ser reflejados financieramente, lo que implicaría el reconocimiento por parte del arrendatario de:

Un activo constituido por el derecho de uso del bien y

Un pasivo generado por la obligación del pago de rentas.

Asimismo, el consejo propone no exigir el reconocimiento separado por parte del arrendatario de las opciones de compra, cancelación o prórroga del contrato, siendo el mismo quién deberá de determinar el ejercicio o no de la opción de la que dispone a la hora de contabilizar. En cuanto a las rentas

contingentes y al valor residual garantizado se considera que deberían de ser objeto de inclusión en la obligación de pago de rentas.

El documento se somete a consulta hasta el 17 de Julio de ese mismo año.

En la reunión de Mayo de 2009, el IASB juntamente con el FASB, discuten cómo aplicar este modelo en los estados financieros del arrendador, optándose provisionalmente por un enfoque en el que el bien arrendado figura en los estados del arrendador al tiempo que surge un activo que refleja el derecho a recibir los pagos del arrendador y un pasivo con las obligaciones derivadas del arrendamiento.

En Junio de 2009 (15 – 19) el IASB aborda algunas de las cuestiones que en el documento de Marzo quedaban sin resolver:

- Sale and leaseback. Respecto a estas operaciones se decide provisionalmente que el arrendatario:
 - Tendrá que valorar si es posible sacar el activo de balance.
 - Aplicará un enfoque de control consistente con el proyecto de reconocimiento de ingresos, tras la venta del activo.
 - Reconocerá las ganancias procedentes de la operación calificada como venta siempre y cuando la operación se realice a precio de mercado.
- Deterioro del derecho de uso. Se remiten a la NIC 36 sobre deterioro del valor de los activos.
- Revalorización del derecho de uso. En este caso para los activos tangibles se remite a las NIC 16 sobre inmovilizado material.
- Costes iniciales directos. Se admite el reconocimiento como gastos de los costes derivados de la negociación y cierre del contrato.

- Periodo transitorio. Regulación de la aplicación de los nuevos estándares a los contratos ya existentes en el momento de su entrada en vigor.

En la reunión conjunta IASB-FASB de Julio de 2009, se retoma la cuestión de la contabilidad del arrendador y más concretamente se centran en el reconocimiento inicial del derecho a recibir los pagos.

En Septiembre de 2009 se analiza un resumen de las respuestas recibidas al documento de Marzo y un calendario de nuevos pasos para avanzar con este tema. De conformidad con las actas de esta reunión (15 Septiembre), se recibieron un total de 290 respuestas siendo aproximadamente la mitad los que muestran su conformidad con el nuevo enfoque propuesto y tan solo un tercio los que se muestran abiertamente contrarios. Entre los que apoyan el enfoque basado en un modelo del “derecho de uso” por considerar la separación entre arrendamientos operativos y financieros un criterio arbitrario y artificial desde una perspectiva contable, se manifiestan también las reservas sobre la complejidad del nuevo modelo en particular en lo referente a los diferentes tipos de opciones y a los pagos contingentes.

Entre los no partidarios de la propuesta, aquellos que fundamentan su postura en la diversidad económica que subyace en los contratos de arrendamiento, desde el puro alquiler hasta la financiación de una compra y que precisamente refleja la actual clasificación entre arrendamientos operativos y financieros. A ello se suman los elevados costes de implementación del nuevo modelo que, en opinión de este sector, exceden ampliamente los potenciales beneficios que pudieran derivarse de su aplicación. Por otro lado, tampoco les parece que el nuevo enfoque propuesto sea del todo consistente con la definición de activo y pasivo del marco conceptual contable vigente, dado sobre todo por lo que al reconocimiento de las opciones y las rentas contingentes se refiere, y que introduce una serie de juicios de valor en los que también se da cabida a la manipulación de los estados contables.

En la reunión conjunta IASB y FASB de Octubre de 2009 (26 – 28), se confirma la propuesta del enfoque del modelo del derecho de uso y se aborda la cuestión del momento de reconocimiento de los activos y pasivos concluyéndose provisionalmente que ambos surgen en el momento de la firma del contrato.

En Noviembre de 2009 (16 – 20) en la reunión del IASB, en relación con los estados contables del arrendatario, se abordan dos cuestiones: la valoración inicial y posterior de la obligación de pagar rentas y del derecho de uso, y los arrendamientos con opciones.

Provisionalmente se decide sobre estos aspectos que:

- La valoración inicial de la obligación del pago de renta se realizará al valor presente de los pagos descontados al tipo marginal de endeudamiento del arrendatario que puede coincidir con el tipo implícito del arrendamiento que, a su vez, podrá aplicarse siempre que sea posible su determinación.
- La valoración posterior de la obligación del pago de renta se realizará a coste de amortización con el método de interés efectivo. En consecuencia no se admite la valoración a precio razonable.
- En el caso de la valoración inicial del derecho de uso se tomará su coste, siendo el mismo el resultado de sumar al valor presente de los pagos cualquier coste directo incurrido por el arrendatario. Se remite a un trabajo posterior la definición de coste directo consistente con la normativa europea y americana.
- Las valoraciones posteriores del derecho de uso se realizarán también siguiendo el criterio de coste de amortización.
- Los deterioros que sufra el derecho de uso como tal activo seguirán las normas generales de la NIC 36 y en el caso americano, del apartado 350 de la Codificación Contable Americana que lleva por título, Intangibles – Fondo de Comercio y Otros.

- En el caso europeo, el derecho de uso podrá ser objeto de revalorización con sujeción a lo establecido en la NIC 38 sobre activos inmateriales intangibles que en Estados Unidos no se admite la revalorización.

Por lo que al tema de las opciones se refiere:

- La incertidumbre respecto al plazo que suponen las opciones de prórroga o cancelación anticipada se eliminará optando por una fecha concreta.
- El plazo será siempre el más largo entre todos aquellos que tengan una probabilidad más elevada de acontecer.
- A la hora de fijar el plazo, el arrendatario tendrá en cuenta todos los factores relevantes.
- El plazo se podrá reajustar en cada fecha de presentación de estados financieros.
- Cualquier cambio en la obligación de pago derivada de una alteración del plazo se presentará también como un ajuste del derecho de uso del bien.

En la reunión de Diciembre de 2009 mantenida conjuntamente con el FASB se trató de las rentas contingentes y del valor residual de las garantías así como del objetivo de la nueva regulación. Provisionalmente se decide que:

- La obligación de pagar rentas del arrendatario y el derecho a percibir estas del arrendador deberá incluir los pagos contingentes.
- La valoración de la parte contingente de las rentas se realizará de conformidad con un patrón de pagos esperados.
- Los pagos contingentes referenciados a un índice se recalcularán en cada fecha utilizando las cotizaciones a plazo disponibles. Si no existen, se tomarán las del momento inicial del contrato.

- Si se produce cualquier modificación sustancial de las condiciones, la obligación de pago se ajustará en cada fecha de presentación de estados contables.
- Se remiten a un estudio más pormenorizado estas técnicas de revaluación.
- El tratamiento del valor residual se equipara al de las rentas contingentes.

Respecto al objetivo de la nueva regulación, provisionalmente se decide excluir los arrendamientos de bienes inmateriales, los de explotación de recursos naturales (petróleo, minerales y gas natural y activos biológicos). Respecto a la propuesta de excluir los activos no estratégicos, se decide no admitirla por el momento y se discute la potencial exclusión de los arrendamientos a corto plazo, aunque se considera que es preciso mayor estudio de la cuestión.

En Enero de 2010, en la reunión del día 5, siguiendo la decisión tomada en Octubre del año anterior de excluir de la aplicación de la nueva normativa los contratos en que se produce la compra o venta del bien subyacente, se decidió provisionalmente:

- La exclusión de aquellos contratos en los que se transfiere el control del activo subyacente, siendo necesaria la concreción futura del término control del activo.
- La necesidad de tomar en consideración todos los factores relevantes para valorar si efectivamente tiene lugar esa transferencia de control.
- La consideración de la opción de compra como un indicador de esa potencial transferencia de control.

En la siguiente reunión del 18 al 20 de Enero de 2010, se tomaron provisionalmente decisiones en cuanto a la valoración posterior de los arrendamientos con opciones y rentas contingentes sometidos al criterio de coste de amortización y, respecto a los arrendamientos a corto plazo, para los que se permite una contabilización simplificada valorando tanto los pagos como el

derecho de uso por el conjunto de los pagos e indicando que idealmente el corto plazo encontraría el límite en los doce meses.

En Febrero de 2010 se retoma la cuestión de las rentas contingentes y de los contratos cubiertos por esta normativa contable ya abordados en la reunión de Diciembre del año anterior, decidiéndose provisionalmente que los cambios sobrevenidos en las rentas contingentes se reconocerán en la cuenta de pérdidas y ganancias y que cualquier otro cambio figurará como un ajuste del valor del derecho de uso del arrendatario. Similar tratamiento tendrán las garantías del valor residual. Respecto a la cuestión de la transferencia del control para calificar como arrendamiento un contrato, y por tanto someterlo a esta regulación, se citan casos como aquellos contratos en los que el bien se transfiere automáticamente, los que incluyen una opción de compra con razonable probabilidad de ser ejercida o aquellos cuya duración coincide con la vida útil de bien de forma que los riesgos y beneficios retenidos por el arrendador serán de escasa relevancia en el momento de la finalización del contrato.

Adicionalmente, se decide provisionalmente definir los costes directos iniciales como aquellos imputables al cierre y ejecución del contrato e incluir una guía ilustrativa de los que se pueden considerar como tal.

En Marzo de 2010 comienzan a perfilarse los requisitos de información que deberán de consignar los arrendatarios y en los que nos detenemos brevemente por su singular repercusión que se pondrá de manifiesto en el estudio empírico:

- Descripción individualizada de los contratos de arrendamiento.
- Especificación de la aplicación de un modelo de contabilidad simplificada de los arrendamientos si se trata de contratos de corto plazo.
- En el caso de operaciones de sale and leaseback, deberán de ser consignadas como tal, incluyéndose cualquier cláusula o condición

significativa de los contratos y cualquier pérdida o ganancia surgida de la transacción, con independencia de las que tengan lugar en otras operaciones de venta diferentes.

- Deberán también consignarse las asunciones y estimaciones del método de coste de amortización utilizado, de las opciones, rentas contingentes, valor residual y tasa de descuento utilizada.
- Será necesario que figure un análisis a vencimiento de las obligaciones de pago restantes (los cinco primeros años separadamente y el resto de forma agregada si se prefiere).
- Finalmente se menciona la necesidad de hacer constar toda la información financiera cuantitativa y cualitativa que pueda ser de utilidad a los usuarios para valorar la naturaleza y alcance del importe, distribución temporal e incertidumbre de los flujos futuros vinculados al contrato de arrendamiento y la forma en que se van a gestionar las distintas incertidumbres.

Además, en cuanto a la presentación de los estados financieros, se establece la obligación por parte del arrendatario de diferenciar la obligación de pago de rentas separadamente de otras obligaciones financieras; el derecho de uso del bien separadamente de otros activos que se mantienen en propiedad; la amortización y los costes financieros de la operación también se individualizarán respecto al resto de los generados por la actividad de la empresa y por último, los pagos de renta y de intereses también se consignaran específicamente en los estados de flujos de caja.

Otras cuestiones relativas al arrendador como la presentación de sus estados financieros, la aplicación transitoria de la nueva normativa o la contabilización por su parte del valor residual, completan los trabajos de la sesiones de Marzo llevadas a cabo conjuntamente por IASB y FASB.

En la reunión de Abril de 2010 continúan concretándose una serie de cuestiones relevantes en la materia entre las que destacamos:

- Sale and leaseback. Se decide provisionalmente que se contabilizarán como tal, y no como simples financiaciones, las operaciones en las que realmente haya tenido lugar una venta del activo, entendiendo por tal que se haya transferido el control del activo objeto de la transacción y los riesgos y beneficios significativos. Cumpliéndose estos requisitos la pérdida o beneficio resultante de la venta deberá de ser afluída y no periodificada. Si la operación no se realizase a precio de mercado será preciso ajustar los activos, pasivos, pérdidas y ganancias siempre tomando como referencia los valores de mercado.
- Contabilización de arrendamientos a largo plazo de terrenos. Se decide no excluirlos de la nueva regulación.
- Presentación de los pagos de rentas por el arrendatario. El análisis por años figurará en las notas a los estados financieros.
- Revaluación del derecho de uso del bien. Se acuerda que será posible aun cuando no exista un mercado activo de los mismos.
- Otras cuestiones: subarriendos, contabilización por el arrendador de la pérdida de valor de los activos y de las opciones de compra, modificaciones necesarias de la NIC 3 sobre combinaciones de negocio y de la NIC 40 sobre inversiones inmobiliarias para eliminar inconsistencias con la nueva normativa propuesta y, finalmente, requisitos de información del arrendador.

En la reunión de Mayo 2010, los acuerdos se centraron en materias relacionadas con la contabilidad del arrendador, al igual que en la de Junio en la que tan solo fuera de este tema se acordó que arrendatarios y arrendadores deberían contabilizar las opciones de compra únicamente cuando se ejercitan.

En Julio de 2010 se reconsidera el requisito de excluir de esta normativa a aquellos contratos cuya duración se extiende a lo largo de la vida útil del bien. Otras consideraciones afectan a la contabilidad del arrendador o a las combinaciones de empresas.

El 17 de Agosto de 2010 se hace público un nuevo documento, bajo el título de Arrendamientos, por parte del IASB y del FASB para ser sometido a consulta pública hasta el 15 de Diciembre de 2010. Tomando como punto de partida el documento de Marzo de 2009 y las respuestas recibidas, se persigue ahora el desarrollo de unos estados financieros que reflejen los importes y las condiciones subyacentes en los contratos de arrendamiento con todas las incertidumbres que de las mismas se derivan. Además, en esta ocasión se pretende el desarrollo de un modelo contable no solo para los arrendatarios sino también para el arrendador. La propuesta pone fin a la diferenciación entre arrendamientos operativos y financieros, para ofrecer un único modelo en el que surgen un activo (el derecho de uso) y un pasivo (la obligación de pago) en los estados financieros del arrendatario, con un sistema de amortización e intereses llevados a la cuenta de pérdidas y ganancias y una completa información desarrollada en las notas a los estados financieros.

Respecto al plazo, el documento propone la aplicación del más extenso con probabilidad de suceder y las rentas contingentes serán tenidas en consideración.

En Enero de 2011 se estudian las respuestas recibidas a la propuesta formulada, se discute una vez más sobre la definición de arrendamiento de forma que se separe claramente de un contrato de servicios, así como el modelo del derecho de uso del bien.

Las respuestas recibidas ascienden a 760 mostrando un amplio apoyo a la iniciativa en la medida en que persigue mejorar la transparencia y comparabilidad entre compañías. Sin embargo, son también significativas las muestras de

preocupación relativas a la complejidad y coste de adopción de las propuestas, la falta de comparabilidad que introduce el factor subjetivo de la estimación presente en bastantes apartados, o la propia definición del arrendamiento. Respecto a los principales elementos de la propuesta:

- El modelo del derecho de uso para el arrendatario. Amplio soporte aunque se manifiestan dudas en torno a su aplicación, particularmente las referidas al reconocimiento de activos y pasivos y su valoración. También se manifiestan potenciales cambios en el modelo de negocio de los arrendatarios que, ante el cambio normativo se decanten por comprar en lugar de alquilar y posibles contradicciones en cuanto a la valoración ya que los arrendatarios con mejor calidad crediticia siempre tendrán un mayor valor actual de su obligación de pago al ser menor la tasa de descuento que les será de aplicación a lo largo de la vida del contrato de arrendamiento.
- Favorable acogida del modelo para arrendamientos a corto plazo si bien no se entiende la necesidad del mismo cuando es similar al de los actuales arrendamientos operativos.
- Concepto de arrendamiento. Amplio consenso en la necesidad de seguir profundizando en esta cuestión sobre todo con el objetivo de diferenciarlo del contrato de prestación de servicios.
- Plazo del arrendamiento. Amplia disconformidad con la utilización del periodo potencialmente más largo y más probable como plazo del arrendamiento, apuntándose en algunos casos la posibilidad de contabilizar separadamente las prórrogas.
- Pagos de renta. No se valora positivamente el mecanismo de estimación de pagos y valor residual propuesto por su coste y su impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias.

- Sale and leaseback. Excesivos requisitos para reconocer como tal estas operaciones.
- Estados financieros. Se cuestiona si es excesivo el desglose de información sobre estas operaciones fruto de los nuevos requerimientos.
- Aplicabilidad de la normativa. Se cuestiona su aplicación con carácter retroactivo así como la concesión de un mayor periodo de adaptación.

En la reunión de Febrero de 2011 se volverá a plantear el concepto de arrendamiento, su clasificación, el concepto de derecho de control de un bien, los pagos de rentas variables o las penalizaciones del plazo. El plazo se define como el periodo no cancelable por el que el arrendatario ha contratado con el arrendador el arrendamiento del bien junto con cualquier opción de prórroga o cancelación anticipada siempre que exista un importante incentivo económico para ejercitar la opción. La reformulación del plazo solo será posible cuando haya un sustancial cambio en los factores.

En cuanto al concepto de arrendamiento se define como el contrato por el que se cede el derecho de uso de un activo por un periodo de tiempo. Se diferencian dos tipos de arrendamientos con diferentes efectos en la cuenta de pérdidas y ganancias:

- Arrendamiento financiero que sería consistente con la nueva propuesta normativa.
- Otros arrendamientos distintos a los financieros que vendrían a identificarse con los arrendamientos operativos vigentes en ese momento tanto en las NIIF como en los US/GAAP.

Respecto a los pagos de renta variables, IASB y FASB consideran que deben de ser incluidos en los respectivos activos y pasivos. Surgen siempre que tienen lugar el cumplimiento de determinadas condiciones contractuales.

En Marzo de 2011, se confirmará el modelo del derecho de uso y la exclusión de determinados arrendamientos. Se continua profundizando en las diferencias entre un arrendamiento y un contrato de compra-venta, en la contabilización de las opciones de compra (valorándose el incentivo económico para su ejercicio) y en los arrendamientos a corto plazo.

Respecto al momento de inicio del plazo del arrendamiento se decide provisionalmente que se reconozcan activos y pasivos desde el momento en que se perfecciona el contrato comenzándose a ejercer el derecho de uso sobre el bien arrendado. El tipo de descuento utilizado será también el existente en ese momento. Se decide también recoger una orientación sobre los costes en los que puede incurrir con carácter previo a ese momento así como sobre su contabilización.

La definición de costes directos es también objeto de discusión en esta reunión conjunta formulándose como aquellos que son directamente imputables al proceso de negociación de un arrendamiento y en los que no se habría incurrido de no haberse realizado la operación. Adicionalmente, se reafirman en el borrador de normativa según el cual, arrendatarios y arrendadores deberán capitalizar los costes directos iniciales integrándolos en el derecho de uso del arrendatario y en el derecho de cobro de los importes.

El tipo utilizado para el descuento a valor presente de los pagos futuros será el aplicado por el arrendador cuando se disponga de esta información; de no ser así, se utilizará el tipo marginal de endeudamiento del arrendatario.

En el caso de las operaciones de sale and leaseback, IASB y FASB determinan que es factor determinante encontrarse ante una venta real. Para ello se propone la aplicación del criterio de control en los términos en los que aparece en el proyecto de reconocimiento de ingresos. Se ratifican los términos del borrador en lo que se refiere a que, si la transacción es a precio de mercado, la pérdida o

ganancia derivada de la venta se reconocerá en ese ejercicio y que, de no ser así será preciso realizar los ajustes oportunos en los activos y pasivos.

En la reunión conjunta de Abril de 2011 se retoma la cuestión de los pagos variables en concepto de renta a reflejar como obligación del arrendatario y derecho del arrendador, si bien se decide no incluir aquella parte de los pagos que tiene una reducida probabilidad de tenerse que efectuar.

Respecto a la definición de arrendamiento que se había consignado en el documento de Agosto de 2010 sometido a discusión pública, en el que se presentaba como tal aquel contrato por el cual se transfiere el derecho de uso de un activo concreto por un periodo de tiempo a cambio de una contraprestación, y tomando en consideración las respuestas recibidas y las deliberaciones realizadas, se señala que:

- Una entidad deberá definir si el contrato es de arrendamiento atendiendo al fondo del mismo verificando que se cumple que:
 - La razón de ser del contrato radica en el uso de un activo específico y
 - El contrato supone la transferencia de ese derecho de uso por un periodo de tiempo concreto.
- Se entiende que un contrato transfiere el derecho de uso si el arrendatario obtiene las ventajas derivadas de su utilización durante el periodo de tiempo fijado.
- El activo deberá de ser siempre identificable (en este sentido se faculta la utilización parcial de un activo pero no la utilización de solo una serie de capacidades sobre el mismo).

El 21 de Abril de 2011 se hace público el cuarto informe del IASB y FASB sobre la evolución de los trabajos conjuntos para mejorar las Normas Financieras Internacionales de Contabilidad y los Principios Contables

americanos generalmente aceptados (GAAP) haciendo posible su convergencia. En dicho informe los trabajos sobre la contabilización de los arrendamientos siguen manteniendo un carácter prioritario, prolongándose hasta la segunda mitad de 2011 el plazo marcado para su finalización (inicialmente era el 30 de Junio de 2011) y, reiterándose como objetivo del proyecto la mejora de su información financiera de forma que, todos los activos y pasivos que surgen de este tipo de contratos queden adecuadamente recogidos frente a la práctica habitual de consignar algunos de ellos como partidas financieras fuera de balance. El factor de la retención de los riesgos y beneficios derivados del activo objeto del contrato, se convierte en criterio clave para determinar en el balance de qué parte debe de contabilizarse el activo.

Del 17 al 19 de Mayo, en la reunión conjunta se continúa profundizando en la contabilización de los arrendamientos bajo la perspectiva del arrendatario y del arrendador. Centrándonos en la primera, y en la línea marcada por el documento sometido a consulta, se acuerda provisionalmente:

- En el momento inicial reconocer un pasivo por los pagos debidos y un activo por el valor del derecho de uso
- En los ejercicios sucesivos valorar el pasivo utilizando el método del interés efectivo y
- Amortizar el derecho de uso según un esquema que refleje el ritmo de consumo de los beneficios económicos futuros.

Se acuerda también que si tuviera lugar un cambio en las condiciones contractuales tras la entrada en vigor del contrato, el tratamiento sería el siguiente:

- Si se trata de modificaciones sustanciales se considerará un nuevo contrato.

- Si se produce un cambio en las circunstancias, distinto al de las condiciones contractuales y que afecte a la valoración, se procederá a realizar una actualización de la misma.

Finalmente se formulan una serie de consideraciones sobre los reajustes a realizar en el caso de los cambios introducidos por el devenir de las opciones y del tipo de descuento.

Del 31 de Mayo al 2 de Junio, los trabajos abordaron distintos aspectos destacando el de la valoración de las garantías del valor residual y del 13 al 15 de Junio se discutió sobre la contabilidad del arrendador, los subarriendos y los arrendamientos a corto plazo, fijando el límite temporal de estos últimos en los doce meses de duración.

Para terminar este recorrido, la reunión de Julio de 2011 comienza con el acuerdo de divulgar un documento con la formulación revisada hasta la fecha de las propuestas sobre el nuevo estándar contable para los arrendamientos, de forma que las partes afectadas puedan ir resolviendo algunas de las incertidumbres, si bien no será hasta el mes de Septiembre cuando se concluyan todos los debates sobre la materia, momento ese en que la información sobre el proyecto será mucho más completa.

Respecto a cuestiones relevantes, se aborda la contabilización de los pagos que dependen de un índice o tipo, que deberá realizarse inicialmente tomando como referencia su valor en el momento de comienzo del arrendamiento y posteriormente ajustarse anualmente a las variaciones del índice en ese mismo periodo.

Para el resto de las cuestiones relativas a derivados implícitos en la operativa o requerimientos de información en la presentación de los estados contables nos remitiremos al apartado siguiente en el que realizamos una recopilación de los aspectos normativos más importantes que se han aprobado

provisionalmente hasta la fecha como parte del proyecto de arrendamientos cuya finalización se encuentra prevista para finales de 2011.

4.2.3.2. LOS ACUERDOS PROVISIONALES ALCANZADOS HASTA HOY

Como conclusión de este proceso nos detenemos brevemente en los acuerdos provisionalmente alcanzados hasta Agosto de 2011 con trascendencia para la operativa de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios:

- Definición de arrendamiento: se identificará el mismo atendiendo a la esencia del contrato de forma que el cumplimiento del mismo depende del uso de un activo específico y supone el derecho de control de ese uso por un periodo de tiempo determinado. En este sentido se reconoce la existencia de un arrendamiento cuando se trata del uso de solo una parte de un bien específico pero no si lo que se obtiene son solo determinadas facultades sobre el activo.
- Objeto de la normativa: no resultará de aplicación a los intangibles, a los arrendamientos para la explotación de minerales, petróleo, gas natural o similares recursos naturales, a los activos biológicos y a las concesiones de servicios.

Si se aplicara a los subarrendos, a los arrendamientos de activos no estratégicos y a los arrendamientos de terrenos a largo plazo.

- Modelo para la contabilización de los arrendamientos: derecho de uso. Bajo el mismo el arrendatario reconocerá un activo que representa su derecho de uso de un activo subyacente y durante un periodo de tiempo y un pasivo en concepto de obligación de pago por el mismo periodo.
- Contabilización del arrendamiento por el arrendatario: se decide provisionalmente optar por un enfoque único para todos los

arrendamientos siguiendo el patrón del borrador sometido a consulta en Agosto de 2010.

- Inicialmente se reconocería como pasivo la obligación de realizar los pagos futuros y como activo el derecho de uso, ambos por el valor presente de las rentas a satisfacer.
 - La obligación se iría valorando con posterioridad en función de los pagos realizados con el método del interés efectivo.
 - El derecho de uso se amortizaría de forma que refleje los beneficios económicos futuros que queden pendientes.
- El plazo del arrendamiento: se propone definirlo como el periodo no cancelable del contrato junto con cualquier opción de prórroga o cancelación con incentivo suficiente para ser ejercitada. Se deberá reformular el plazo si hay un cambio sustancial en el mismo.
 - Cambios de circunstancias que acontecen con posterioridad al inicio del contrato: si la modificación afecta a las condiciones sustanciales del contrato, se estimará que se trata de un nuevo arrendamiento; de no ser así, se realizará un reajuste modificando las valoraciones que sean precisas.
 - Pagos variables: se entiende por tales todos aquellos que surgen al amparo de las condiciones de los contratos debidos a modificaciones en las circunstancias que se producen tras su entrada en vigor.
 - Se deben de incluir como parte de la valoración del derecho de uso y de los pagos a realizar. En concreto se mencionan los dependientes de un índice que se valoraran en función del precio de contado en el momento inicial y con posterioridad se irán ajustando en su valoración a los precios vigentes en cada momento de cierre contable.

- Derivados implícitos en el arrendamiento: deberán separarse a efectos contables con aplicación de la normativa contable específica de los mismos.
- Garantía del valor residual. Si las hay, deben de reflejarse como parte de la valoración del derecho de uso.
- Presentación de los estados contables del arrendatario: se establece la conveniencia de los siguientes requerimientos:
 - Reconciliación de la posición inicial y final en balance del derecho de uso desglosada por activo.
 - Reconciliación de la posición inicial y final en balance de la obligación de pago por este concepto.
 - Un análisis a vencimiento de los flujos sin descontar que se tienen en cuenta para la valoración de la obligación de pago, desglosándose individualmente los cinco primeros años y presentando el resto si se desea agregadamente.
 - Información sobre los términos de cualquier arrendamiento que no ha dado comienzo todavía si se estiman significativos para el arrendatario.
 - Información sobre todos los gastos relativos al arrendamiento reconocidos en ese ejercicio contable, diferenciando entre: amortización, intereses y gastos por pagos variables no incluidos en la obligación de los pagos.
 - Cualquier información de orden cualitativo que ponga de manifiesto potenciales cambios en las condiciones del arrendamiento que podrían afectar a los datos financieros del siguiente ejercicio contable.

- Opciones de compra: deberán de ser incluidas en la valoración tanto del pasivo del arrendatario (obligación de realizar los pagos) y como del activo del arrendador (derecho de cobro de las rentas) si existe un elevado incentivo económico a su ejercicio.

- La tasa de descuento:
 - El arrendatario utilizará la tasa que el arrendador utiliza para el arrendamiento si es conocida. Si no lo es, utilizará su coste de crédito marginal.

 - Respecto a la posibilidad de modificarla con posterioridad, no se permitirá si no se producen modificaciones en los pagos de la renta. Por el contrario, se permitirá cuando las siguientes circunstancias no se reflejaron en la fijación inicial de la tasa de descuento:
 - ❖ Variación en las rentas o existencia de un fuerte incentivo económico para ejercer la opción de prórroga o de compra del inmueble.

 - ❖ Variación en las rentas debida al ejercicio de una opción en la que el incentivo económico para ejercerla no es significativo.

- Operaciones de sale and leaseback. Si tiene lugar una venta real se procederá a la contabilización de ambas operaciones. De lo contrario toda la operación será contabilizada como una financiación. Para determinar si la venta es real, se aplicarán los criterios establecidos en el proyecto de reconocimiento de ingresos.

Si la venta se realiza a precios de mercado, la plusvalía o minusvalía se reconocerá en el ejercicio de la operación.

Si no se realiza a precios de mercado, activos y pasivos, pérdidas y ganancias se ajustarán para reflejar las rentas de mercado.

El vendedor arrendatario adoptaría un enfoque de “activo completo” que implica la transferencia del activo reteniendo únicamente el derecho de uso.

Sin embargo, por el momento no se ha fijado el modelo de contabilización del arrendamiento en estas transacciones, aspecto de fundamental importancia para el futuro de las operaciones analizadas.

En principio, las decisiones tomadas con carácter provisional hasta Agosto de 2011 no plantean cambios significativos desde el punto de vista de las variables que, como luego estudiaremos, tienen potencial incidencia para determinar los beneficios económicos y financieros derivados de este tipo de operativa. A falta de determinar cómo se contabilizará el arrendamiento posterior, el reconocimiento de la plusvalía o minusvalía íntegra en el ejercicio de la venta, siempre que pueda calificarse como una venta real, supone además de una unificación del criterio del IASB y FASB en la materia, una potencial ventaja para las entidades estadounidenses que bajo la actual normativa se ven obligadas a periodificar el beneficio.

Otra cuestión relevante y que ahora mismo queda pendiente de la legislación en materia de solvencia que se implantará en un futuro derivada de los trabajos de Basilea III, es el tratamiento que, como activo intangible pueda recibir el derecho de uso que se reconoce como activo derivado del arrendamiento. No es una cuestión exclusiva de las transacciones de sale and leaseback, sino que se plantea para todo tipo de arrendamientos con independencia de si existe o no venta anterior del activo arrendado, pero sin duda será un factor relevante, desde el punto de vista de capital que, una vez adoptada una postura por la normativa de recursos propios, habrá que tener en cuenta sin duda para analizar el impacto de estas operaciones en el futuro.

4.3. ESTUDIO NORMATIVO CONTABLE DE LAS OPERACIONES DE SALE AND LEASEBACK DE INMUEBLES POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

4.3.1. CONSIDERACIONES GENERALES

4.3.1.1. EL SUJETO DE LA OPERACIÓN

Antes de abordar la normativa reguladora de las operaciones de sale and leaseback, es preciso concretar y definir a los sujetos de las mismas, dada la trascendencia que tiene el ámbito subjetivo de la aplicación de la normativa vigente. Para ello nos atendremos a la definición que de las mismas hace en España el artículo primero del Real Decreto Legislativo 1298/1986¹⁷, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas¹⁸ en el que se establece que “a efectos de la presente disposición, y de acuerdo con la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, se entiende por entidad de crédito toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras

¹⁷ La redacción actual del artículo 1, corresponde a la modificación establecida en la Ley 44/2002, de 22 de Noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

¹⁸ El Real Decreto Legislativo 1298/1986 de 28 de Junio no hace sino recoger lo que disponía la normativa comunitaria en la materia constituida por las Directivas 73/183, de 28 de junio y 77/780, de 12 de diciembre por lo que la definición que recoge es la vigente en todo el territorio comunitario. Posteriormente, estas Directivas han sido objeto de sucesivas modificaciones hasta su derogación y sustitución por la vigente Directiva 2006/48/CE, de 14 de Junio.

análogas, que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia en la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza”.

Tras esta definición, cada país irá concretando dentro de su sistema financiero el tipo de entidades a las que resulta de aplicación la misma; así, en el ámbito español, se citan el Instituto de Crédito Oficial, los Bancos, las Cajas de Ahorros y las Cooperativas de Crédito, inscritos en el Registro especial del Banco de España; así como las sociedades de crédito hipotecario y las entidades de financiación inscritas en el registro especial de la dirección general del tesoro y política financiera del Ministerio de Economía y Hacienda. En Alemania, son cuatro los tipos de entidades que responden a la definición de instituciones de crédito: los bancos comerciales privados, las instituciones bancarias de ahorro¹⁹, los bancos cooperativos y otras instituciones.

La Reserva Federal Americana (2005), define lo que denomina instituciones de depósito como una de las dos categorías que constituyen las instituciones financieras para incluir dentro de la misma a los bancos comerciales²⁰, sociedades de ahorro y préstamo²¹, bancos de ahorro²², y las uniones de crédito²³.

¹⁹ Figura que a su vez engloba a dos tipos de instituciones: Sparkassen, que en muchos aspectos son similares a las Cajas de Ahorro en España y Landesbanken que vienen a operar como bancos centrales a escala reducida de cada una de las regiones alemanas.

²⁰ Bancos que ofrecen depósitos en todas sus variedades y conceden préstamos a particulares y negocios.

²¹ Instituciones que históricamente aceptaban depósitos de particulares concentrando su inversión en préstamos hipotecarios residenciales, si bien en la actualidad por sus actividades tienen un perfil más similar a los bancos comerciales.

²² Similares a las cajas de ahorro en España.

²³ Organizaciones financieras de carácter cooperativo integradas por colectivos de diversa índole (profesionales, residentes en una zona, miembros de un sindicato). Toman

4.3.1.2. EL OBJETO DE LA OPERACION

El estudio parte del análisis de las operaciones de venta de activos inmobiliarios por parte de entidades de crédito y su posterior arrendamiento en contratos a largo plazo. Pues bien, será preciso delimitar en este punto a qué tipo de activos inmobiliarios, propiedad de las entidades de crédito nos estamos refiriendo y, en este sentido podemos apoyarnos en la Circular 4/2004 del Banco de España²⁴, que diferencia cinco categorías de activos materiales a efectos de su tratamiento contable en el balance de las entidades de crédito y que, nos permitirá identificar el objeto de nuestras operaciones:

- Activos materiales de uso propio
- Inversiones inmobiliarias
- Otros activos cedidos en arrendamiento operativo
- Activos materiales afectos a la obra social y
- Activos no corrientes en venta

Para la definición de cada una de estas categorías podemos acudir a la misma Circular 4/2004²⁵, que tras delimitar el contenido de las partidas de activo material como “el importe de los inmuebles, terrenos, mobiliario, vehículos, equipos de informática y otras instalaciones propiedad de la entidad o adquiridas

depósitos de sus miembros pagando intereses en forma de dividendos y destinan los fondos a facilitar crédito, principalmente al consumo, a sus asociados.

²⁴ Circular 4/2004, de 22 de Diciembre del Banco de España. Capítulo Segundo: Criterios de Reconocimiento, Sección Tercera: Activos no financieros. Norma vigésima sexta. Activos materiales. A) Clasificación.

²⁵ Circular 4/2004, de 22 de Diciembre del Banco de España. Capítulo Cuarto: Contenido de los Estados Financieros. Sección Primera: Balance. Norma Quincuagésima Tercera. Activo. 2 c)

en régimen de arrendamiento financiero”, procede a la clasificación anteriormente mencionada en función del uso de los activos, de forma que:

1. De uso propio, serán todos aquellos activos, en propiedad o en régimen de arrendamiento financiero, que se tienen para su uso actual o futuro con propósitos administrativos distintos de los de la obra social, o para la producción o suministro de bienes y servicios, y que se esperan utilizar más de un ejercicio. Incluye los activos que están siendo utilizados por el personal de la entidad, ya sea con carácter gratuito u oneroso.
2. Inversiones inmobiliarias que engloba los terrenos, edificios, o parte de edificios, propiedad de la entidad o en régimen de arrendamiento financiero, que se mantienen para obtener rentas, plusvalías o una combinación de ambas, y no se esperan realizar en el curso ordinario del negocio ni están destinados al uso propio o afectos a la obra social.
3. Otros activos cedidos en arrendamiento operativos, son aquellos distintos a terrenos y edificios que se tienen cedidos en arrendamiento operativo.
4. Afectos a la obra social: incluye el importe de los activos materiales afectos a la obra social de las cajas de ahorros y al fondo de educación, formación y promoción cooperativo de las cooperativas de crédito.

Finalmente, es preciso también citar lo que habitualmente se denominan activos no corrientes en venta²⁶, y que se refieren a aquellas partidas del balance que incluyen el importe de los activos, cualquiera que sea su naturaleza, con plazo de realización inicialmente superior a un año, a la fecha a la que se refieran los estados financieros, pero cuya recuperación se producirá, con alta probabilidad y

²⁶ Se encuentran también recogidos en la Circular 4/2004, de 22 de Diciembre del Banco de España. Capítulo Cuarto: Contenido de los Estados Financieros. Sección Primera: Balance. Norma Quincuagésima Tercera. Activo. 2 f)

principalmente mediante su venta, en el estado y forma existentes a la fecha del balance, de acuerdo con la costumbre y condiciones habituales para dichos activos, en el menor tiempo posible, que, salvo circunstancias excepcionales, no será superior a un año desde la fecha en la que se adquiere la propiedad del activo, o desde que se tiene preparado para su venta después de realizar las acciones necesarias para facilitarla. Los activos se clasificarán en función de su naturaleza.

Una vez recogidos todos los activos materiales susceptibles de ser contemplados por la normativa contable en el balance de las entidades de crédito, se puede concretar aquellos que van a ser objeto de las transacciones que nos ocupan, y que no son otros que aquellos activos materiales de uso propio. Las dudas en cuanto a su diferenciación podrían plantearse en relación con las inversiones inmobiliarias, de las que es preciso deslindar desde un principio ya que, su tratamiento contable y por tanto sus repercusiones desde el punto de vista de la estrategia cuyos resultados se tratan de contrastar, son completamente distintas. En este sentido el uso o destino de los activos materiales resulta determinante a estos efectos:

- Uso actual o futuro
- Con propósitos administrativos (excluyendo la obra social) o para la producción o suministro de bienes y servicios
- Tiempo esperado de utilización superior al ejercicio

Por contraposición las inversiones inmobiliarias, además de no cumplir los requisitos de uso y destino, tienen por objeto la obtención de rentas y plusvalías.

Finalmente señalar que también quedan excluidos como objeto de estas operaciones de venta y posterior arrendamiento los conocidos como activos adjudicados y cuya definición también podemos encontrar en la normativa

española²⁷ que los presenta como aquellos activos que “la entidad recibe de sus prestatarios, u otros deudores, para la satisfacción total o parcial, de activos financieros que representan derechos de cobro frente a aquellos, con independencia del modo de adquirir la propiedad”. Estos activos son adquiridos para proceder a su venta en el menor plazo posible figurando en balance bajo el epígrafe de activos no corrientes en venta. Solo en el supuesto excepcional, que en España exige manifestación expresa en la memoria de la entidad, en que se destinasen a uso propio, podrían pasar a ser objeto de las operaciones estudiadas. En circunstancias normales, los activos no corrientes en venta siguen sus propios criterios de valoración²⁸ distintos de los que la Circular contempla para los llamados activos materiales²⁹, entre los que sí se encuentran los activos potencial objeto de venta y posterior arrendamiento por las entidades financieras.

4.3.1.3. EL REGIMEN NORMATIVO CONTABLE A APLICAR: EL CASO ESPAÑOL

Finalmente y tras acotar el sujeto y el objeto de las transacciones que se toman como punto de partida del estudio, es necesario precisar la normativa

²⁷ Circular 4/2004, de 22 de Diciembre del Banco de España. Capítulo Segundo: Criterios de Reconocimiento y Valoración. Sección Sexta: Otros Criterios. Norma Trigésima Cuarta. Activos no corrientes en venta y operaciones en interrupción. C) Activos adjudicados.²³

²⁸ Circular 4/2004, de 22 de Diciembre del Banco de España. Capítulo Segundo: Criterios de Reconocimiento y Valoración. Sección Sexta: Otros Criterios. Norma Trigésima Cuarta. Activos no corrientes en venta y operaciones en interrupción .A.3) Valoración.

²⁹ Circular 4/2004, de 22 de Diciembre del Banco de España. Capítulo Segundo: Criterios de Reconocimiento, Sección Tercera: Activos no financieros. Norma vigésima sexta. Activos materiales. B) Valoración.

aplicable a las operaciones estudiadas. Desde el punto de vista estrictamente contable, todas ellas van a estar sujetas a uno de los dos grandes patrones existentes: el establecido por el FASB o por el IASB, sin embargo, como hemos puesto de manifiesto con anterioridad al hablar de las peculiaridades del sujeto de la operación, resultan de singular relevancia las consecuencias de la aplicación de la normativa específica que los bancos centrales de cada país, como reguladores sectoriales de estas entidades, puedan exigir. Dado que la mayor parte de los países, lo que han hecho es un desarrollo, más pormenorizado en unos casos que en otros, de las normas concretas que resultan de aplicación a las entidades de crédito y que, salvo cuestiones específicas, son muy parecidos entre sí, tomaremos el caso español como ejemplo del mismo, y que en parte ya hemos anticipado al referirnos a la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, del Banco de España, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros³⁰. En la misma, el Banco de España, como “regulador contable sectorial”, lleva a cabo una modificación del régimen contable del sector bancario español, para realizar la adaptación del mismo al nuevo entorno contable derivado de la adopción por parte de la Unión Europea de las Normas Internacionales de Información Financiera conforme a lo dispuesto en el Reglamento 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de Julio de 2002 relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad.

³⁰ La Circular 4/2004 fue objeto de aprobación el 22 de Diciembre de 2004 entrando en vigor el 1 de Enero de 2005 y siendo posterior objeto de modificación por la Circular BE 6/2008, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros; Circular BE 1/2009, en relación con la información sobre la estructura de capital y cuotas participativas de las entidades de crédito y sobre sus oficinas, así como sobre los altos cargos de las entidades supervisadas; Circular BE 2/2010 y Circular BE 3/2010 ambas sobre normas de información financiera; Circular BE 7/2010, sobre desarrollo de determinados aspectos del mercado hipotecario y Circular BE 8/2010, también sobre normas de información financiera.

Es de destacar como en la introducción de la circular el propio organismo regulador español presenta la adopción de las NIIF por parte de la Unión Europea como un elemento muy positivo para el reforzamiento del mercado único y de su eficiencia; citando también como elemento clave de integración del sistema financiero internacional en el medio plazo la convergencia entre las NIIF y los estándares contables americanos. El Banco de España por otra parte, establece la jerarquía normativa que se aplicará a las entidades de crédito en la formulación de las cuentas anuales, aplicándose en primer lugar, los criterios establecidos en la misma (NORMA OCTAVA. Criterios contables). En segundo lugar, y para aquellas cuestiones no reguladas específicamente en el Título I de la Circular, se dispone la aplicación de las normas contables españolas siempre que sean compatibles con los criterios generales establecidos en el mismo. En tercer lugar, y para aquellas cuestiones no sometidas a regulación por la normativa contable española, se tendrán en cuenta los criterios establecidos en las normas internacionales de información financiera adoptadas como Reglamentos de la Comisión Europea en vigor. Estos criterios tendrán un carácter de subsidiariedad de las normas de la Circular siempre que sean compatibles con ella.

Las entidades tendrán obligación de consultar a Banco de España en una serie de supuestos:

1. Cuando se trate de la posible aplicación de los criterios contables no incluidos en la Circular siempre que su impacto pueda ser significativo.
2. Cuando de la aplicación de los criterios de la Circular no resulte una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera, de los resultados y de los flujos de efectivo.
3. Cuando no exista una norma aplicable específicamente para ellos.

Por otro lado, la aplicación de criterios contables distintos a los regulados por el Título I de la Circular, no se considerará justificada porque otras normativas contables como pueden ser Reglamentos de la Comisión Europea, permitan

aplicar para esos supuestos tratamientos contables diferentes. Si en todo caso se recurriese a ellos, será preciso describir en la memoria los mismos, motivar la razón que explica su aplicación así como su impacto en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Por tanto, a la hora de estudiar el impacto financiero de las operaciones de sale and leaseback de inmuebles para las entidades de crédito españolas tendremos que partir de la normativa de la Circular 4/2004, del Banco de España, para acudir después a la regulación comunitaria que, en este caso se encuentra contemplada principalmente en la NIC 17 sobre arrendamientos y completar este desarrollo normativo con el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007³¹, de 16 de Noviembre entre cuyos objetivos, tal y como aparecen definidos en la propia introducción del mismo, se encuentra el de la convergencia con los Reglamentos comunitarios que contienen las NIC.

Por otro lado, tal y como se ha planteado en la introducción, otra de las claves del éxito de este tipo de operaciones reside no solo en la generación de plusvalías sino en la mejora que las mismas suponen para la entidad en materia de recursos propios, con el consiguiente fortalecimiento de los ratios de solvencia. De ahí la necesidad de acudir también a la normativa sobre recursos propios que permitirá abordar el análisis financiero de las consecuencias de esta operativa para las entidades de crédito en su integridad.

La Ley 13/1992³², atribuye al Banco de España la potestad de definir los conceptos contables que han de integrar los recursos propios y en virtud de la misma, la Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los

³¹ Modificado por el Real Decreto 2003/2009 (Disposición transitoria quinta) y por el Real Decreto 1159/2010.

³² Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras.

recursos propios mínimos de las entidades de crédito supuso el desarrollo final en esta materia partiendo de la Ley 36/2007, de 16 de noviembre³³ y del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero³⁴ y culminando también el proceso de adaptación de la legislación española de entidades de crédito a las directivas comunitarias 2006/48/CE³⁵ y 2006/49/CE³⁶ del Parlamento Europeo y del Consejo que revisan profundamente los requerimientos mínimos de capital exigibles a las entidades de crédito y sus grupos consolidables a la luz del Acuerdo adoptado por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (conocido como Basilea II).

En la Circular, siguiendo la línea establecida por las anteriores y con independencia de su calificación contable como pasivo financiero o como patrimonio neto, el Banco de España determina qué instrumentos son computables como recursos propios, introduciéndose ajustes para pasar de la definición de patrimonio neto a la de capital regulatorio con lo que, se evita de esta forma el cómputo de elementos que no cumplen con los requisitos de disponibilidad total para la absorción de pérdidas y de permanencia exigidos por la legislación contable. De esta forma, importes que antes se reflejaban inmediatamente en la cuenta de pérdidas y ganancias, ahora se activan o periodifican a lo largo de la

³³ Ley 36/2007 por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sector financiero (BOE 17 de Noviembre).

³⁴ Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (BOE 16 de febrero).

³⁵ Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).

³⁶ Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición).

vida de la operación; y operaciones que antes eran baja necesaria en balance, ahora solo pueden serlo en determinadas circunstancias o parcialmente. La complejidad técnica de la norma es elevada como lo exigen todos los esfuerzos en materia de solvencia.

Para finalizar la cuestión relativa a la normativa a aplicar, señalar que las dos normas citadas de aplicación a las entidades de crédito españolas son las que cabría calificar de fuentes principales, si bien existen muchas otras normas tanto del propio Banco de España como de otros reguladores contables que van a ser de aplicación y que resultarán de trascendencia en los complejos desarrollos que a distintos niveles plantean este tipo de operaciones.

4.3.2. LAS VARIABLES DETERMINANTES DE LA CALIFICACIÓN CONTABLE DE LA OPERACION

Para que las entidades de crédito sometidas al patrón contable de las Normas Internacionales de Contabilidad puedan reconocer las plusvalías derivadas de la venta de los inmuebles y posteriormente las rentas como un gasto operativo, el contrato de arrendamiento ha de ser reconocido como un arrendamiento operativo frente al financiero (NIC 17. 59 Y 60 y Circular 4/2004, Norma 33ª D). En el caso de las instituciones que siguen la normativa del Financial Accounting Standard Board, para reconocer las plusvalías, que en este caso habrá que periodificar a lo largo de la vida de la operación, también será necesaria la calificación del arrendamiento como operativo (Codification 840-40-25-3)³⁷

Como se ha visto con anterioridad, la transmisión de riesgos y beneficios o ventajas se convierte en el elemento clave para una calificación que, a su vez determinará el tipo de tratamiento contable y por tanto, la racionalidad de la estrategia estudiada en el marco de la eficiencia bancaria. Cobra especial relevancia el análisis de todo el clausulado contractual tanto de la compra-venta como del propio contrato de arrendamiento posterior, ya que será el mismo a través de cada una de las condiciones y sobre todo de la valoración conjunta de las mismas, lo que determinará si se ha producido o no esa efectiva transferencia de riesgos y beneficios.

Realmente es el fondo económico el que subyace en la regulación puesto que una venta con posterior arrendamiento financiero no es sino una financiación

³⁷ En el apartado de los arrendamientos dedicado a las operaciones de sale and leaseback se establece la norma general de diferir la plusvalía o minusvalía salvo para las excepciones que en ese apartado se contemplan.

encubierta que el arrendador concede al vendedor; de ahí que entre los factores críticos para una correcta calificación posterior del arrendamiento, se encuentran tanto las fuentes de financiación del comprador y posterior arrendador como la garantía de la misma y su posible vinculación con el inmueble objeto de la operación. En el caso de ser el vendedor una entidad de crédito, la operación reviste una potencial mayor complejidad desde esta perspectiva ya que, podría darse el caso de que la propia entidad financiera fuera la que suministrase al comprador la financiación.

Es importante también tener en cuenta que tanto los reguladores bancarios europeos como la mayoría del resto, no permiten calificar como operativo el arrendamiento de un inmueble por una entidad de crédito previa venta del mismo si, para la realización de esa venta es el propio banco quién concede la financiación necesaria al comprador apelando al propio activo inmobiliario como garantía del préstamo³⁸. Tan solo lo permiten si la financiación supone un porcentaje muy reducido del conjunto de la operación y o bien se garantiza con otro inmueble propiedad del comprador que no tiene ninguna vinculación con la entidad bancaria, o simplemente se trata de un préstamo sin garantía inmobiliaria.

A la hora de abordar la cuestión de los contratos, puesto que a la luz de los mismos, y con independencia de la calificación jurídica, se determinara la calificación contable, es necesario tener presente que, son muchos los aspectos a regular sobre todo en el contrato de arrendamiento ya que, nos enfrentamos a acuerdos que tendrán una vigencia normalmente muy prolongada en el tiempo y que tienen que contemplar muchas de las vicisitudes que podrían darse a lo largo

³⁸ Fue esta la causa por la que HSBC no pudo dar de baja en su balance la venta de la torre de Canary Warf en 2007, ni reconocer el beneficio de la venta al haber concedido un préstamo puente a Metrovacesa como comprador y nuevo arrendador y así lo explica en sus estados contables de ese año.

de esos años. Por otro lado, las entidades de crédito que venden sus activos para mantenerse con posterioridad como inquilinos de los mismos, necesitan estipular una serie de garantías que les permitan utilizarlos para el desarrollo de su actividad propia sin injerencias por parte del arrendador que dificulten o pongan trabas a la misma. Y serán precisamente esas condiciones las que van a plantear los mayores problemas porque son las que habrá que analizar para determinar si realmente tiene lugar la transferencia de ventajas y riesgos que, determina la calificación como operativo del arrendamiento y por tanto, la obtención de los beneficios derivados de esta operación, así como la consecución de los objetivos de la misma como estrategia de optimización bancaria que probaremos a continuación.

Por tanto, a partir de aquí vamos a analizar esas variables relevantes³⁹ para la calificación contable del arrendamiento, contrastando si realmente suponen esa transferencia efectiva de riesgos y ventajas que exige la regulación vigente; y con posterioridad, pasaremos a verificar su eficiencia como estrategia operativa. Respecto a las primeras es importante destacar que la normativa europea (la española también) y la americana difieren en la consideración de algunas de esas variables a la hora de calificar el arrendamiento y por tanto en su tratamiento contable.

4.3.2.1. EL CONTRATO DE COMPRAVENTA

En el mismo se hace constar el interés de la parte vendedora (la entidad de crédito) en vender y transmitir los edificios, así como el interés de la compradora

³⁹ El estudio se va a realizar partiendo del análisis de los protocolos y contratos utilizados por las entidades de crédito en este tipo de operaciones, en los que se pone de manifiesto la importancia de un correcto clausulado que permita en todo momento el cumplimiento de los requisitos establecidos por la legislación aplicable en cada caso para la calificación del contrato de arrendamiento como operativo.

en adquirir dichos edificios en virtud de la escritura pública de compraventa, y se suele mencionar que, en la misma fecha se suscribe el contrato de *arrendamiento operativo* entre vendedor y comprador. A pesar de la calificación que del mismo se haga en el contrato, el tratamiento contable dependerá de las condiciones y no de la denominación; es lo que tanto la Circular 4/2004 como la NIC 17 consideran independencia de la forma jurídica. Por su parte el FASB, siguiendo este mismo criterio, vincula la calificación como arrendamiento de capital al cumplimiento de al menos uno de los cuatro criterios del apartado 840-10-25-1 de la Codificación, todos ellos de marcado contenido económico. Pasamos a abordar los cuatro aspectos más significativos del contrato desde la perspectiva de nuestro estudio.

a. Objeto de la compraventa.

La vendedora transmite y la compradora adquiere el pleno dominio del edificio o de los edificios determinándose en todo caso los límites de los mismos: se suelen excluir el mobiliario, enseres y equipos no permanentemente unidos al edificio, que continúan siendo propiedad de la vendedora. Es también frecuente la exclusión de objetos de arte aún cuando estuvieran instalados de forma fija (por ejemplo esculturas), los equipos informáticos y de telecomunicaciones, sistemas de emergencia o de seguridad.

b. Precio de la compraventa.

Para poder beneficiarse del tratamiento contable derivado de un posterior arrendamiento operativo, es condición necesaria, aunque no suficiente, que la venta del mismo se realice por su valor razonable. Hay que tener en cuenta que la compraventa no puede considerarse aisladamente y desligada del posterior arrendamiento por lo que, ambas operaciones en su conjunto constituyen una unidad tanto para comprador como para el vendedor que van a analizar la misma en términos de rentabilidad: es decir, el precio de la compraventa será función de los flujos futuros que, en concepto de pagos por arrendamiento, el arrendatario irá

abonando al arrendador. Partiendo de esta premisa podríamos hablar de un valor razonable tanto del inmueble que se transmite como de las rentas pagadas por el mismo.

Tanto la Circular 4/2004 como la NIC 17 definen el valor razonable como “la cantidad por la que un activo podría ser entregado, o un activo liquidado, entre partes interesadas debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua”. Lógicamente para aquellos activos que cotizan en un mercado, la mejor evidencia de su valor razonable es su precio de cotización. En este sentido y en relación a los inmuebles, si bien no podemos hablar de un mercado tan líquido y transparente como aquellos en los que cotizan muchos activos financieros (bolsas, mercados de renta fija, materias primas...), sí que podemos hablar de un mercado inmobiliario que, con sus limitaciones, sí dispone de unas valoraciones por metro cuadrado de los edificios que será función de su ubicación y de toda otra serie de características. Así, en localizaciones urbanas, de la misma forma que se realizan estimaciones para la vivienda, existen también informes que se elaboran periódicamente para inmuebles comerciales y destinados a uso empresarial en los que se tiene en cuenta para la valoración por metro cuadrado una serie muy amplia de factores entre los que se pueden citar: la superficie bajo rasante, sobre rasante, si está destinado a uso comercial o de oficinas, el número de plazas de garaje... Compañías como Richard Ellis, Knight Frank, Jones Lang o Aguirre Newman entre otras muchas, elaboran periódicamente estos informes. Desde este punto de vista, sí podemos hablar de un “valor razonable” puesto que, salvo complejos muy singulares, siempre existirán comparables de mercado. La propia Circular 4/2004, plantea la estimación de ese valor a partir de otras transacciones recientes y se refiere específicamente a las valoraciones externas de sociedades de tasación y agencias de valoración que, deberán de cumplir con los requisitos de neutralidad y credibilidad con el fin de que el uso de sus estimaciones no menoscabe la fiabilidad de sus valoraciones. El valor razonable además tiene que venir referido

al momento de cierre de la transacción, con independencia de las variaciones que pueda presentar con posterioridad.

La norma decimocuarta de la Circular 4/2004 excluye del concepto de valor razonable las sobrevaloraciones o infravaloraciones por causa de acuerdos o circunstancias especiales, mencionando expresamente entre estas la de la “venta y arrendamiento posterior del activo”. Sin embargo, y a pesar de la existencia de referencias de mercado, en este tipo de activos resulta inevitable la existencia de un cierto margen de fluctuación en el “valor razonable” ya que, en cierto modo, la singularidad de este tipo de transacciones hace que por intereses especiales de las partes puedan defenderse precios ligeramente superiores a la media.

Desde una perspectiva puramente económico-financiera, la experiencia pone de manifiesto que es posible obtener un efecto positivo en precio al fijar las rentas de los inmuebles en la parte superior del rango de mercado, pero existe un límite a partir del cual los inversores suelen exigir una rentabilidad de tipo “inversión financiera” sobre el diferencial excesivo de renta durante la vida de la operación, de cara a incorporar los efectos negativos sobre las rentabilidades con lo que rentas fijadas excesivamente por encima del mercado no producen un resultado linealmente positivo sobre la valoración de los inmuebles. Si tenemos en cuenta por un lado, que partimos de la premisa de maximizar el precio de venta para que la plusvalía generada sea máxima y por tanto la consiguiente liberación de capital, y por otro de que la normativa contable exige la aplicación de un valor razonable, será necesario posicionarse en ese precio que maximice el valor razonable.

En la normativa americana encontramos la definición de “valor actual de mercado” según la cual este es el importe en efectivo o su equivalente, que se espera obtener de la venta de un activo neto de los costes en los que es preciso

incurrir para realizar la venta⁴⁰ y por tanto, podríamos hablar de términos equivalentes.

Como ya hemos señalado el “valor razonable” del precio de la compraventa o el “valor de mercado” es condición necesaria pero no suficiente para que se den las consecuencias positivas derivadas de una venta y posterior arrendamiento operativo. Deberán concurrir todos los demás requisitos exigidos para calificar el arrendamiento como operativo.

c. Limitaciones a la libre transmisión de los inmuebles.

Entendiendo por tal toda disposición mediante venta, aportación, constitución de cargas o gravámenes, el otorgamiento de derechos a favor de tercero y/o la transmisión por cualquier título total o parcial del inmueble, las entidades de crédito como vendedoras pueden restringir esta facultad al nuevo propietario siempre que los futuros nuevos compradores puedan ser calificados como no idóneos o competidores.

La definición de competidor es más polémica y obedece a la propia salvaguarda de los intereses de la entidad de crédito que puede ver seriamente comprometida su actividad en el futuro si los inmuebles en los que se localiza su personal se encontrasen en manos de competidores directos. Como señalan Fuentelsaz, Gómez y Lucea (2004), la competencia es entendida como una propiedad específica de cada par de empresas que va a quedar definida a partir de los mercados en los que participan, la dotación de recursos que poseen y su posición en estas dos dimensiones en relación a los rivales.

En cuanto al comprador no idóneo puede definirse como cualquier persona o entidad que no reúna los requisitos de ética y cumplimiento de la legalidad

⁴⁰ Apartado 255-10-20 de la Codificación referido a la definición de conceptos dentro del epígrafe “modificaciones de precios”.

nacional e internacional que se consideran habituales en el tráfico internacional. Cabe citar como ejemplos personas o entidades vinculadas al blanqueo de capitales, domiciliadas en paraísos fiscales...

La limitación se suele hacer extensible a ulteriores transmisiones fijando un plazo que puede ser algo superior a la duración del posterior contrato de arrendamiento y se establece una penalización en caso de incumplimiento.

d. Otras cláusulas.

El contrato se completa con toda otra serie de cláusulas como manifestaciones y garantías de la parte vendedora y de la compradora, reclamaciones, gastos, impuestos y jurisdicción aplicable, que en principio y a pesar de su enorme relevancia jurídica no poseen trascendencia contable desde la perspectiva de estudio que abordamos la operación.

Analizadas las condiciones fundamentales del contrato, pasamos a exponer la contabilización bajo normativa europea de la compra-venta para la entidad de crédito. Dispone tanto la Circular 4/2004 en su norma 33^a, como la NIC 17 que el activo vendido solo se podrá dar de baja de balance si el posterior arrendamiento se puede calificar de conformidad con la normativa contable de operativo.

- a) Si nos encontramos ante una operación de venta en firme con posterior arrendamiento que resultase financiero, el vendedor no dará de baja el activo vendido, ni reconocerá en la cuenta de pérdidas y ganancias el posible beneficio resultante de la operación, y registrará el importe total de la venta como un pasivo financiero.
- b) Si el posterior arrendamiento es operativo, el activo se dará de baja en balance y los resultados derivados de esta transacción se registrarán en la cuenta de pérdidas y ganancias siempre que la venta se haya realizado por su valor razonable. Si no ha sido así:

1. Porque el precio de venta es inferior al de mercado por compensarse con cuotas de arrendamiento inferiores, la pérdida se diferirá e imputará en la cuenta de pérdidas y ganancias en proporción a las cuotas pagadas durante el periodo en el que se espera utilizar el activo.
2. Porque el precio de venta es superior al de mercado por compensarse con cuotas de arrendamiento superiores, la diferencia se diferirá, imputándose en la cuenta de pérdidas y ganancias a lo largo del periodo durante el que se espera utilizar el activo.

En el caso de la normativa americana, el reconocimiento de la venta en la operación se encuentra vinculado al cumplimiento de los requisitos establecidos a tal efecto en el punto 360-20-40 de la codificación dedicado a las ventas de Inmuebles, Terrenos y Equipos. Por ello, si el arrendamiento es de capital se considera como una financiación y no se da de baja el activo pero, si es operativo y cumple los requisitos de lo que se puede calificar como venta real se puede dar de baja. La diferencia fundamental con la normativa del IASB radica en que la plusvalía o minusvalía, salvo en los casos excepcionales reconocidos en el punto 840-40-25-3, y que se han expuesto con anterioridad en el estudio de la normativa contable vigente en la actualidad, no permite que se reconozca en el año de ejecución de la operación sino que obliga a su periodificación a lo largo de la vida de la operación.

En cuanto a la periodificación del beneficio, dispone el apartado de la ASC 840-40-35-1 que si se trata de un arrendamiento de capital, se reconocerá en proporción a la amortización del bien arrendado y si por el contrario se trata de un arrendamiento operativo, se realizará en proporción a los cargos de las rentas en la cuenta de resultados.

4.3.2.2. El contrato de arrendamiento

El mismo suele vincularse al contrato de compraventa, ya que como señala Bryan (2003) no puede entenderse aislado de la misma, y en caso de existir una opción de compra es también en este momento de definición del contrato cuando se hace constar. Nos encontramos ya aquí con uno de los elementos que más controversia contable generan desde el punto de vista de la calificación del arrendamiento: la opción de compra.

Su existencia en este tipo de operaciones por parte de las entidades de crédito viene justificada por la necesidad que estas tienen de garantizar el normal ejercicio de su actividad. Podría darse el caso de que, transcurrido el periodo estipulado para el arrendamiento, la entidad arrendataria encontrara serias dificultades para disponer de los inmuebles que precisa para el normal desarrollo de su actividad por lo que la inclusión de la opción es simplemente una garantía más que pone la entidad y que, lógicamente tiene un precio que verá su valoración tanto en el precio pagado por el inmueble como en las rentas que el arrendatario pagará periódicamente al arrendador. La inclusión de opciones de compra es muy discutida por lo que resulta importante que la entidad realice una valoración sobre la importancia estratégica que tiene el inmueble o el conjunto de ellos. Así, si la entidad de crédito va a proceder a vender y posteriormente arrendar un conjunto de sucursales, la opción de compra realmente puede no ser relevante ya que, el mercado es lo suficientemente activo como para poder encontrar locales de similares características cuando finalice el contrato de arrendamiento, en el caso en que arrendatario y arrendador no llegasen a un acuerdo para la renovación del contrato. Situación más comprometida puede darse si estamos hablando de la totalidad de las sucursales de la entidad, ya que si todos los contratos tienen el mismo vencimiento, y todas se venden a una única contrapartida, esta podría tener un poder de negociación en el periodo próximo al vencimiento del contrato que podría colocar a la entidad de crédito en serias dificultades. También es frecuente la inclusión de opciones de compra en el caso de edificios singulares de especial

valor representativo para la entidad o de complejos que, por sus singulares características, son especialmente idóneos para la ubicación de determinados servicios de la entidad bancaria. La casuística es muy variada pero lo que es cierto es que la inclusión de opciones de compra es una práctica habitual en este tipo de operaciones.

Procedemos a realizar el análisis de las cláusulas más relevantes de los contratos de arrendamiento desde la perspectiva fundamental para la calificación contable de la transferencia o no de los riesgos y beneficios derivados de la propiedad del inmueble y precisamente por su trascendencia comenzamos con el elemento al que acabamos de referirnos.

a. La opción de compra

Nos encontramos con una de las estipulaciones contractuales en un contrato de arrendamiento que determina un tratamiento contable diferente en la normativa contable americana y en la europea. Comenzamos por su consideración en el ámbito del IASB con mención específica a la regulación española en aplicación de esa normativa y pasaremos después a abordar el tema dentro de la regulación del FASB.

La opción de compra es un acuerdo entre la optante y la concedente de naturaleza real, con carácter independiente al arrendamiento y yuxtapuesto al mismo. Puede tener un plazo de ejercicio único o pueden darse distintas posibilidades desde el punto de vista de la fijación del mismo. Así, entre las distintas combinaciones podría establecerse un solo momento al finalizar el plazo total del arrendamiento, o varios momentos en los que la opción sería ejercitable coincidiendo con la finalización del plazo inicial del arrendamiento así como con los sucesivos plazos acumulados de las prórrogas convencionales pactadas en el propio contrato de arrendamiento. Teóricamente sería factible la existencia de una opción de compra que fuera ejercitable en cualquier momento del contrato transcurrido un determinado periodo como puede ser el de obligado

cumplimiento, pero crearía una incertidumbre al propietario del inmueble que le llevaría a exigir el pago de una prima tal elevada por esa opción que dejaría de ser interesante para la entidad bancaria. El contenido negativo de una opción de compra en semejantes condiciones para el arrendador deriva del hecho de que la existencia de la misma, imposibilitaría cualquier transmisión ulterior de la propiedad que el arrendador está legitimado a realizar, ya que ningún comprador estaría dispuesto a entrar en una inversión inmobiliaria con la incertidumbre que supone que el arrendatario puede ejercer en cualquier momento la opción de la que es titular y por tanto, no puede realizar ningún análisis fundamentado por el desconocimiento absoluto del horizonte temporal de la inversión. Por todo ello, exista un único periodo de ejercicio o varios, la lógica económica de la transacción conduce a que deben estar temporalmente acotados y con una distancia prudencial entre ellos en caso de existir varios. Así, los periodos de ejercicio son razonables si se fijan en torno a un mes y las opciones deben ser ejercitables en periodos mínimos de cinco años, nunca por debajo de esta cifra por pura racionalidad económica.

Junto con el plazo de la opción de compra, el otro factor relevante de la misma, sobre todo por lo que a su trascendencia normativa se refiere, es el de su precio de ejercicio. Aquí también son varias las posibilidades que podrían darse, como la de estipular en el propio contrato un precio de ejercicio o la de remitirlo simplemente al precio de mercado, o su valor razonable en términos contables, en el momento en que se ejerza la opción. En el marco en el que se encuentran planteadas estas operaciones por parte de las entidades de crédito, la única alternativa posible es la del precio de mercado ya que las otras invalidarían a la luz de la normativa vigente del IASB, como se expone a continuación, la calificación del arrendamiento como operativo y por tanto, los beneficios económico-financieros de la misma. Solo sería discutible si se podría admitir en el caso de fijarse en el momento de cerrar el contrato de arrendamiento un precio tan elevado que llevase a pensar que las probabilidades de ejercicio de la opción por parte del arrendatario son prácticamente nulas.

Se entiende por precio de venta de mercado el mejor precio que, en la fecha en la que se ejerza la opción de compra y de manera racional y fundada, podría obtener el arrendador en el mercado por la venta del inmueble así como el precio más ventajoso que sería posible obtener para un comprador, por unas partes contratantes debidamente informadas de las características del activo, su estado y del mercado, en condiciones de independencia mutua y libremente dispuestas a obligarse. Se trata de que comprador y vendedor no tengan ninguna relación particular o especial que pueda llevar a suponer que el precio de la transacción no es representativo de una operación efectuada en condiciones de mercado.

En este punto cobran especial relevancia las técnicas de valoración que se aplicarán para determinar el precio de venta de mercado, que serán las que habitualmente utilicen los participantes en el mercado inmobiliario y que tendrán en cuenta entre otros los siguientes factores:

- La venta se realizaría a un solo comprador, del inmueble íntegro y en el estado de conservación en que se encuentre.
- Las instalaciones no permanentes, excluidas del contrato de compraventa original, no forman parte de la transacción y por tanto del precio.
- La venta se realizaría al contado, con el inmueble libre de cargas y gravámenes.
- Las técnicas de valoración se fundamentarán en datos de mercado observables, transacciones recientes de compraventas similares, maximizando en todo caso el uso de datos observables y limitando el uso de los no observables tanto como sea posible.
- Un informe realizado por un experto independiente deberá documentar la metodología de valoración.

En cuanto al precio de la opción de compra en sí misma, puede estipularse en el contrato su carácter gratuito por simplicidad, ya que el coste real de la

misma forma parte del entramado complejo de la operación y, de una u otra forma, se encuentra implícito en el precio de venta del activo y en las posteriores rentas a satisfacer por la entidad financiera al arrendatario.

La Circular 4/2004 hace específicamente referencia en su introducción a la eliminación en relación con los arrendamientos de la necesidad de una opción de compra para calificar el arrendamiento como financiero, apelando como criterio al ya mencionado de la transferencia o no de todos los riesgos del arrendador al arrendatario. En consecuencia, podrán darse arrendamientos con opción de compra que resulten calificados como financieros y otros como operativos. Sin embargo, si es cierto que tanto la NIC 17 como la Circular 4 de Banco de España determinan que se calificará como financiero aquel arrendamiento que contenga “una opción de compra sobre el activo que permita al arrendatario adquirir el activo a un precio notablemente más reducido que su valor razonable en el momento de ejercicio de la opción” (Norma 33.3.b Circular 4/2004 y NIC 17 10.b). La NIC es algo más explícita al establecer que dicho precio reducido haga prever al inicio del arrendamiento que la opción va a ser ejercida con razonable certeza. En realidad, este planteamiento no es sino la concreción de lo que subyace en la propia definición de arrendamiento financiero. Si la probabilidad de adquirir la propiedad al finalizar el plazo del arrendamiento es elevada en realidad estamos ante una estrategia de financiación de un bien por lo que el vendedor no debe, como así dispone la normativa contable, dar de baja el bien de su balance ya que en realidad su estrategia no es sino la de obtener liquidez por un periodo de tiempo, seguramente a un coste mucho más reducido que la mayoría de sus recursos, y por eso no se beneficia de las repercusiones positivas que un arrendamiento operativo determina. En el momento que se introduce el valor razonable o precio de mercado como el precio de ejercicio de la opción, la incertidumbre en el momento de perfeccionarse la venta y posterior arrendamiento es absoluta, ya que resulta difícil realizar previsiones sobre la evolución del precio de los inmuebles en el medio y largo plazo y hay que tener en cuenta que, es en ese momento de inicio en el que la normativa dispone se deben de analizar las

condiciones que determinan la calificación del arrendamiento (NIC 17 13), no motivando cambios posteriores en las estimaciones una nueva clasificación del arrendamiento a efectos contables.

Por tanto, será requisito necesario para que el arrendamiento pueda calificarse como operativo que la opción de compra tenga un precio de ejercicio que pueda definirse como valor razonable, es decir que sea a precio de mercado. Para la determinación del valor razonable, nos remitimos a lo comentado con anterioridad.

En la normativa contable del FASB, la existencia de una opción de compra en la transacción de sale and leaseback imposibilita su contabilización de forma que la entidad se pueda beneficiar de las repercusiones económicas positivas de la operación. Así el apartado 840-40-25-9 dispone que esta contabilización solo será factible si se cumplen conjuntamente tres criterios:

- Cumplir la definición de un sale and leaseback normal⁴¹
- Los términos y condiciones del contrato ponen de manifiesto una inversión real del comprador arrendador en el inmueble en los términos establecidos en el apartado 360-20-40⁴²
- Los términos y condiciones del contrato ponen de manifiesto una transferencia efectiva de todos los riesgos y beneficios derivados de la

⁴¹ El apartado 840-40-20 de la Codificación del FASB define este término como una relación entre arrendador y arrendatario que implica un uso activo del inmueble por el vendedor arrendatario como contraprestación al pago de la renta, incluyendo las contingentes, y excluye otras intervenciones de continua participación en la propiedad (pago de una compensación al final del arrendamiento si el valor residual cae por debajo de determinado nivel, el vendedor concede financiación no garantizada al comprador o con la garantía del propio inmueble y demás recogidas en el apartado 840-40-25-14).

⁴² Números 9 a 24

propiedad con ausencia de una participación continuada en la gestión del mismo por parte del arrendatario.

Pues bien como ejemplo específico de esta participación continua se recoge en el apartado 840-40-25-13 a. la existencia de una opción u obligación de recompra de la propiedad por parte del arrendatario⁴³.

Como consecuencia de estas disposiciones normativas, en las operaciones estudiadas con posterioridad se constata el hecho de que las entidades sujetas a la regulación del FASB no incluyen opciones de compra en sus contratos. Respecto a las realizadas fuera de ese ámbito y por tanto sujetas a las normas internacionales de contabilidad, tampoco es muy frecuente por lo que al número de operaciones se refiere, la inclusión de este tipo de opcionalidad, si bien algunas de las de mayor volumen sí la tienen. Concretamente, es bastante frecuente en el caso de las operaciones realizadas por entidades españolas. Así Banco de Sabadell ha establecido opciones de compra en la venta de 378 inmuebles llevada a cabo a Moorpark Capital Partners en 2010; BBVA, como señala en sus cuentas anuales del ejercicio 2010, también ha procedido a incluir las opciones de recompra para cada uno de los inmuebles vendidos en el marco de esta operativa en 2009 y 2010, especificando explícitamente que el hecho de que las opciones tengan que ser ejercidas a un precio de mercado determinado por un experto independiente, permite calificar como ventas firmes estas transacciones. Y Banco Santander realizó sus ventas también incluyendo la opción de compra entre las condiciones contractuales.

⁴³ La normativa excluye expresamente el derecho de tanteo a estos efectos pero no el derecho de adquisición preferente.

b. Plazo del arrendamiento.

En relación con la duración del contrato de arrendamiento es posible diferenciar entre: plazo inicial, prórrogas y plazo total posible.

El plazo inicial que normalmente suele ser de obligado cumplimiento para ambas partes, se extiende desde el inicio del contrato de arrendamiento hasta la primera prórroga, caso de existir, o hasta la finalización del contrato de arrendamiento si aquella no existe. Por tanto arrendador y arrendatario quedan vinculados durante ese plazo de forma que la arrendataria tendrá que satisfacer la renta estipulada durante la totalidad de ese periodo. Para mitigar una posible falta de interés por parte de la arrendataria de los inmuebles objeto del contrato en este plazo inicial, es posible la cesión y el subarriendo que luego mencionaremos.

Respecto a las prórrogas es necesario determinar en el contrato si existen, en qué número y por cuánto tiempo se extiende cada una de ellas. Las prórrogas, una vez pactadas, son de obligado cumplimiento para el arrendador que no podrá oponerse a la entrada en vigor de la mismas y, opcionales para la entidad de crédito en concepto de arrendataria; sin embargo, una vez entradas en vigor resultan de obligado cumplimiento para ambas partes. Suele ser práctica habitual que las prórrogas entren automáticamente en vigor salvo que la arrendataria comunique por escrito al arrendador con un mínimo de antelación estipulado en el contrato, su voluntad de no continuar.

Finalmente, el plazo total posible es el aquel que recoge el plazo inicial más el de todas las prórrogas previstas en caso de que estas llegasen a entrar en vigor. Alcanzado este plazo no se aplicará prórroga adicional alguna, excluyéndose la tácita reconducción.

Nos encontramos aquí con una de las estipulaciones importantes de cara a la calificación del arrendamiento como financiero u operativo ya que tanto la NIC 17 como la Circular 4/2004, establecen como uno de los criterios de transferencia

sustancial de todos los riesgos inherentes a la propiedad del activo objeto del contrato que: *“el plazo del arrendamiento cubra la mayor parte de la vida económica del activo, aun cuando no vaya a transferirse la propiedad del activo arrendado”*⁴⁴. En esta misma línea, la normativa americana señala como circunstancia para calificar el arrendamiento como de capital que el plazo del mismo sea igual o superior al 75% del la vida económica estimada del inmueble arrendado⁴⁵.

Será pues necesario atender a tres cuestiones para calificar por su plazo el arrendamiento como financiero u operativo:

- Acotar la definición de vida económica del activo.
- Acotar en términos porcentuales la expresión normativa “mayor parte” de la vida económica del activo en el caso del ámbito IASB.
- Determinar a qué tipo de plazo se está refiriendo la normativa: inicial, inicial más prórrogas o plazo total posible.

Respecto al concepto de vida económica referido a un activo, la Norma décimo tercera de la Circular 4/2004, punto 2, la define como: *“El periodo durante el cual se podría utilizar un activo por parte de cualquier entidad o, en su caso, el máximo número de unidades que de él se podrían obtener.”* La definición de la NIC 17 en su punto 4 es similar: *“Vida económica es:*

- (a) el periodo durante el cual un activo se espera que sea utilizable económicamente, por parte de uno o más usuarios; o*
- (b) la cantidad de unidades de producción o similares que se espera obtener del activo por parte de uno o más usuarios.”*

⁴⁴ NIC 17, 10 (d) y Circular BE 4/2004 Norma 33.3. c)

⁴⁵ Codificación apartado 840-10-25-1 c.

En parecidos términos aparece definido en el Marco Conceptual del Plan General de Contabilidad (Real Decreto 1514/2007, de 16 de Noviembre; BOE 20 de Noviembre de 2007) en el apartado sexto sobre los criterios de valoración en el punto 10.

En la normativa americana la “vida económica estimada” se define como el periodo estimado restante durante el cual se espera que el inmueble sea económicamente utilizable por una o varias entidades, con un mantenimiento y conservación normal, para el propósito perseguido por el propio contrato de arrendamiento y con independencia de la duración del mismo.⁴⁶

Por lo que a la parte de la vida económica que ha de encontrarse cubierta por el plazo del contrato para calificarlo como operativo o financiero se refiere, no existe un porcentaje estricto en el ámbito del IASB pero parece razonable fijarlo en el entorno del 75% de esa vida y así se hace en las operaciones analizadas, siendo precisamente ese porcentaje el que sí se recoge como hemos visto expresamente en la normativa del FASB. En el caso de las entidades sujetas a las normas internacionales de contabilidad, plazos superiores entran en una zona discutible a la hora de defender el arrendamiento como operativo.

Determinada la vida económica del activo inmobiliario y entendiendo que el plazo del arrendamiento no debe superar el 75% de la misma es preciso definir a cuál de ellos se refiere la norma.

La NIC 17 define el plazo del arrendamiento como *“el periodo no revocable para el cual el arrendatario ha contratado el arrendamiento del activo, junto con cualquier periodo adicional en el que éste tenga derecho a continuar con el arrendamiento, con o sin pago adicional, siempre que al inicio del*

⁴⁶ Codificación apartado 840-30-20

arrendamiento se tenga la certeza razonable de que el arrendatario ejercerá tal opción.”⁴⁷

En consecuencia, se considera plazo del arrendamiento el plazo inicial de obligado cumplimiento más todas aquellas prórrogas que, al inicio del arrendamiento, tengan una elevada probabilidad de ser ejercitadas por el arrendatario. La formulación es bastante discutible ya que la configuración habitual de este tipo de contratos es la de establecer un plazo mínimo de obligado cumplimiento por un periodo entre 10 y 15 años y sucesivas prórrogas que pueden llegar a prolongar el plazo total hasta 40 o 50 años; pero establecer al comienzo del contrato cuantas de esas prórrogas tienen una certeza razonable de realizarse no deja de ser una cuestión de subjetividad. En este sentido, siempre puede alegarse que vencida una determinada prórroga la entidad financiera, por cambio en las políticas y estrategias del propio banco, puede considerar que el inmueble ya no es preciso para el desarrollo de su actividad o que su ubicación no es la ideal en ese momento. Un caso claro es el protagonizado por las sucursales en el caso de la banca comercial: la incertidumbre actual sobre la evolución de canales alternativos como la banca por internet, puede llevar perfectamente a una entidad a considerar que en un futuro podrá prescindir de una parte importante de su red pero la concreción temporal de ese momento es algo muy difícil de estimar en el momento presente.

Así pues, en una primera aproximación se puede concluir que el plazo del arrendamiento al que se refiere la normativa IASB para relacionarlo con la vida económica del bien, no puede reducirse al plazo inicial o de obligado cumplimiento pero tampoco se tiene que identificar necesariamente con el plazo total de forma que se incluyan todas las prórrogas pactadas. Una fundamentación de esa certeza razonable será pues determinante para aplicar este criterio.

⁴⁷ NIC 17, 4

En la normativa del FASB, el plazo del arrendamiento no cancelable está formado por:

- Todos los periodos que suponen prórrogas que ofrecen al arrendatario la posibilidad de prolongar el arrendamiento por una renta bastante por debajo de la de mercado de forma que la opción tiene una probabilidad elevada de ser ejercida.
- Todos los periodos que, en caso de no renovarse a voluntad del arrendatario suponen una penalización para este de forma que hace razonablemente previsible la renovación.
- Todos los periodos en los que caben prórrogas ordinarias cuando concurra alguna de las dos condiciones siguientes:
 - Es previsible la ejecución de una garantía por parte del arrendatario respecto a la deuda del arrendador directa o indirectamente relacionada con el inmueble objeto de la operación.
 - Se va a conceder un préstamo del arrendatario al arrendador directa o indirectamente relacionado con el inmueble.
- Todos los periodos en los que quepan prórrogas ordinarias si van precedidos de la posibilidad de ejercicio de una opción de compra a precios fuera de mercado.
- Todos los periodos que se puedan prorrogar por voluntad del arrendador.

Por tanto, nos encontramos con un desarrollo normativo más extenso que en el marco del IASB si bien, aunque en mucha menor medida, también hay un cierto margen para la interpretación.

Finalmente es necesario señalar que tanto la Circular 4/2004 en su Norma 33 A) 3. e), como la NIC 17 en su punto 11. (c) establecen como situación que normalmente se da en el caso de un arrendamiento financiero aquella en la que el arrendatario puede cancelar el contrato asumiendo las pérdidas que, por tal causa

sufra el arrendador. En el caso de un régimen de plazos como el que se ha presentado con un periodo mínimo inicial de obligado cumplimiento y, caso de existir, una serie de sucesivas prórrogas opcionales, no estaríamos bajo ningún concepto en la hipótesis contemplada por la normativa ya que para el primer periodo no se contempla en ningún caso que el arrendatario pueda cancelar sino que en todo caso, aun cuando cese su actividad en el inmueble, sigue obligado al pago de la renta, y las prórrogas, caso de no darse no conllevan ningún tipo de compensación al arrendador.

Respecto al plazo del arrendamiento en las distintas operaciones estudiadas y la configuración de las prórrogas en las mismas, la casuística es enorme y viene determinada por un estudio previo de las condiciones que mejor se ajustan a las necesidades de gestión de cada una de las entidades para cada tipo de inmueble. La mayoría contemplan un plazo de obligado cumplimiento y posteriores prórrogas que normalmente son por periodos de cinco años pero también algunas de las operaciones simplemente se estipulan por un plazo único como la segunda venta de su torre de Canary Warf realizada por HSBC estableciéndose el plazo del arrendamiento en diecisiete años y medio años que es el restante del inicialmente previsto de veinte años con Metrovacesa. En el extremo opuesto están operaciones como las realizadas en 2007 y 2008 por Sun Trust Bancorp sobre sucursales y varios edificios con plazos iniciales de diez años, prorrogables una primera vez por otros diez y hasta con seis potenciales prórrogas adicionales de cinco años cada una de ellas; las de Old National Bancorp en 2006 y 2007 con periodos iniciales de veinte y quince años respectivamente y hasta cuatro prorrogas posteriores de cinco años; o la venta y posterior arrendamiento por St George Bank de su sede en Adelaide en Australia por veinticinco años y cinco potenciales prórrogas posteriores de cinco años cada una.

c. La renta

El contrato normalmente establece una renta inicial por un importe determinado, contemplándose las actualizaciones anuales normalmente referenciadas a un índice de precios de consumo y en caso de existir, las fechas en que tendrán lugar las revisiones de renta a mercado.

En el caso de actualizaciones referenciadas a un índice es necesario la definición en el contrato del índice, del organismo que lo publica, de las fechas de publicación que serán de aplicación así como del procedimiento para resolver, en caso de que las hubiera, las discrepancias sobre la cifra del índice a aplicar por entender que el cálculo no se ha efectuado de forma correcta (por ejemplo acudiendo al criterio de los auditores externos de arrendador y arrendatario).

Respecto a las actualización a mercado, se entiende por tal, aquella que lleva a cabo la adecuación en el momento de realizarse de la renta a las vigentes en ese mercado inmobiliario de forma que, la renta de mercado se puede definir como la renta más alta que, de manera racional y fundada, podría obtener en el mercado la entidad arrendadora por arrendar el mismo inmueble a un arrendatario, y la renta más ventajosa que, de manera racional y fundada, podría pagar un arrendatario por arrendar ese mismo activo en la fecha en que se produce la revisión, entre unas partes contratantes debidamente informadas (de las características del activo, su estado, el mercado, etc.), en condiciones de independencia mutua (que arrendatario y arrendador no tengan una relación particular o especial que pueda suponer que el precio de la transacción no sea representativo de una operación efectuada en condiciones de mercado) y libremente dispuestas a obligarse.

Las técnicas de valoración de la renta de mercado se fundamentan en datos de mercado observables y otros factores como transacciones recientes de otros arrendamientos sustancialmente iguales, valorando un arrendatario de solvencia

similar a la entidad financiera en ese momento, maximizando el uso de datos observables y limitando el uso de datos no observables tanto como sea posible.

Respecto a las fechas en que se lleva a cabo la actualización de rentas a mercado, suelen coincidir con la finalización del periodo de obligado cumplimiento así como el momento de inicio de cada una de las prórrogas.

La determinación de la renta de mercado será llevada a cabo por expertos internacionales independientes de prestigio en asesoramiento y valoraciones inmobiliarias, con presencia en el país donde se encuentran radicados los activos inmobiliarios objeto de la venta y posterior arrendamiento. Al igual que en el caso de las actualizaciones referenciadas a un índice de precios, en las revisiones de la renta a mercado se establece todo un procedimiento para resolver las diferencias que pudieran surgir entre los expertos inmobiliarios designados por las partes.

Es también frecuente poner algún tipo de límite a las actualizaciones de renta a valor de mercado como puede ser el 20% en la primera revisión, respecto a lo pagado en las mensualidades del año inmediatamente anterior a la actualización o el 10% en las sucesivas. Las limitaciones pueden operar tanto en las coyunturas alcistas como bajistas de mercado.

Como ya se ha puesto de manifiesto la renta estipulada en una operación de venta y posterior arrendamiento es función del precio pactado para la compraventa, pero tal y como dispone la NIC 17 a estos arrendamientos son aplicables todos los criterios para diferenciar si nos encontramos con un arrendamiento financiero y operativo y entre estos la NIC 17. 10. (c) dispone como práctica habitual de los arrendamientos financieros que *“al inicio del arrendamiento, el valor actual de los pagos mínimos por el arrendamiento sea al menos equivalente a la práctica totalidad del valor razonable del activo objeto de la operación”*. Formulación similar está contenida en la Norma trigésimo tercera 3.b) de la Circular 4/2004, si bien en este caso tiene un matiz al excluir expresamente de esos pagos mínimos los contingentes, por servicios e impuestos.

Por otro lado, la normativa no dice expresamente que para calificar de operativo el arrendamiento las revisiones de renta tengan que ser de mercado pero sí se puede desprender tal consideración de la calificación como financiero de aquellos contratos en los que *“el arrendatario tiene la capacidad para prorrogar el contrato de arrendamiento por unas cuotas sustancialmente inferiores a las de mercado”* (Circular 4/2004. Norma 33. 3. g) y NIC 17.11.c)). Lo que si cabría plantearse a la luz de esta disposición es si los límites en la revisión de mercado a los que antes nos hemos referido, pueden llegar a constituir una cuota sustancialmente inferior a la de mercado. Al respecto se podría señalar que lo primero que habría que verificar es la razonabilidad de los límites: si son muy reducidos pueden encubrir una manipulación de la renta, ocurriría si por ejemplo hablásemos de porcentajes próximos al 3% o al 4% que pueden llegar a ser puntualmente inferiores a la propia tasa de inflación; es difícil fijar dónde se encuentran los niveles aceptables pero estos podrían ser ligeramente superiores a los máximos incrementos de renta anual experimentados en los momentos de fuerte crecimiento del sector. Por otro lado, tanto la NIC 17 como la Circular de Banco de España, citan estos supuestos como indicios que apuntan normalmente a la calificación del arrendamiento como financiero pero como señala la NIC en el punto 12, no se pueden tomar siempre como concluyentes, sino que en todo caso prevalecerá el criterio de no transmisión de los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad.

La normativa americana⁴⁸, también exige como criterio para que un arrendamiento pueda ser calificado como operativo entre otros, aquel por el que el valor presente al inicio del arrendamiento de los pagos mínimos en concepto de renta, excluyendo los costes de ejecución, seguros e impuestos a cargo del arrendador, no supere el 90% del valor de mercado del activo en el momento de

⁴⁸ Codificación Contable Americana 840-10-25-1. d.

cerrar la operación. De forma similar a lo que sucede con el plazo del arrendamiento, el FASB si establece un porcentaje concreto que cifra en el 90%.

d. Objeto del arrendamiento

Respecto al inmueble o conjunto de ellos que son objeto de la operación de venta y posterior arrendamiento, tanto la Circular 4/2004 Norma 33 A) 3 d), como la NIC 17 punto 10 (e) establecen como situación indicio de un arrendamiento financiero que el “activo arrendado sea de naturaleza tan especializada que solo el arrendatario tenga la posibilidad de utilizarlo sin realizar modificaciones importantes en él”.

En el caso de activos inmobiliarios es difícil encontrar algunos con tan elevado grado de especialización. Podría tratarse de algún tipo de instalación como centros de cálculo o centrales contables donde se encuentran concentrados toda la información y procesos pero aún en estos supuestos, se trata de activos que sí podrían revestir interés para determinados negocios empresariales, no necesariamente pertenecientes al sector financiero. Como ya se ha señalado con anterioridad la Ciudad Financiera de Banco Santander o la sede en Londres de Merrill Lynch podrían plantear dudas al respecto pero aún en estos supuestos sería difícil justificar que no pueden tener otros usuarios a pesar del alto grado de especialización de las instalaciones.

e. Uso permitido y licencias en relación con el mismo

El destino de los inmuebles en el caso de una operación de venta y posterior arrendamiento por una entidad de crédito va ligado al objeto social de la propia entidad así como a todas las actividades necesarias para su desarrollo. A título de ejemplo puede citarse: oficinas, dependencias administrativas, comerciales y operativas, instalación y explotación de cajeros automáticos, actividades culturales o cualquier otro uso que autorice la normativa aplicable.

Respecto a la obtención, pago y mantenimiento de las licencias necesarias para llevar a cabo en el inmueble el uso permitido en cada momento, normalmente suelen ser a cargo de la arrendataria, si bien el arrendador se suele obligar a colaborar suscribiendo como propietario las mismas aunque sin incurrir en costes.

En el caso de los pagos por licencias relacionadas con la actividad parece claro que el arrendatario no está asumiendo las obligaciones propias del derecho de propiedad, sino que más bien se encuentran vinculadas al propio derecho de uso del inmueble que es en realidad lo que legalmente se está transfiriendo en virtud del contrato de arrendamiento, por lo que en principio la cuestión vinculada a las licencias no es un elemento que pueda conducir a calificar como operativo o financiero un arrendamiento ya que las ventajas y los riesgos de los que habla la normativa se refieren al derecho de propiedad y no al de uso.

f. Tributos

Los de carácter municipal que gravan el uso del inmueble, y por tanto de los que es titular la entidad de crédito como arrendataria, serán satisfechos por esta. Los tributos municipales que gravan la titularidad del inmueble, son abonados por esta pero repercutidos a la arrendataria.

En principio el pago de tributos no tiene especial relevancia desde el punto de vista de la calificación del arrendamiento ya que la Norma 33 A) 3. b) de la Circular 4/2004, excluye expresamente los pagos realizados por el arrendatario en concepto de servicios e impuestos, del cálculo para verificar que el valor actual del resto de las rentas satisfechas sea la práctica totalidad del valor razonable del activo arrendado como indicio de un arrendamiento financiero.

La normativa americana excluye aquellos tributos que sean por cuenta del arrendador⁴⁹.

g. Conservación y mantenimiento del inmueble

Puede disponerse que la arrendataria asuma la responsabilidad de llevar a cabo la planificación, gestión y pago de los servicios de conservación y mantenimiento en calidad de usuaria del inmueble.

La arrendataria en estos casos, tiene libertad para elegir a las personas o empresas de mantenimiento, el régimen de prestación del servicio, y los términos y condiciones de los contratos.

Los contratos de mantenimiento suelen ir vinculados al plazo del arrendamiento de forma que se extinguen a la finalización del mismo.

Dentro de las labores de mantenimiento, la arrendataria puede renovar o sustituir una instalación del inmueble por su cuenta y cargo, teniendo la nueva unas especificaciones técnicas convenientes para el uso del arrendatario y equiparables a las que sustituyan.

Es también frecuente en este punto incluir limitaciones referidas a las labores de mantenimiento de carácter extraordinario en el periodo inmediatamente anterior a la finalización del contrato, que sean imprescindibles para mantener el inmueble en condiciones razonables de habitabilidad para servir al uso permitido y cuya vida útil excediera el plazo que medie hasta la finalización del plazo total del arrendamiento. En este caso, el coste de la actuación de mantenimiento se repartirá entre arrendatario y arrendador en proporción a la vida útil cuyo potencial disfrute corresponde a cada parte. En estos supuestos se exige el

⁴⁹ Codificación 840-10-25-1. d

consenso previo de las partes que, caso de no alcanzarse puede resolverse acudiendo a un asesor técnico.

Los gastos por servicios del inmueble como agua, energía, o teléfono son siempre por cuenta de la arrendataria, incluyendo los gastos de instalación y mantenimiento de contadores y los consumos que se efectúen. Los contratos son otorgados directamente por la arrendataria con las respectivas compañías suministradoras.

Finalmente, existe un deber de información por parte de la arrendataria al arrendador sobre el mantenimiento y que se extiende a los diferentes contratos de mantenimiento suscritos así como al programa de mantenimiento del inmueble.

En el caso de la conservación y el mantenimiento del inmueble, es más difusa la línea que separa la titularidad de estas obligaciones. La normativa vigente no hace referencia específica a quién sufraga la mayoría de los gastos vinculados a este epígrafe en relación con la calificación de operativo o financiero del arrendamiento y por tanto, una vez más será necesario calibrar esta variable al amparo de definir si supone una transferencia de los riesgos y ventajas derivados de la propiedad. La Circular 4/2004, como ya se ha mencionado en el caso de los tributos, sí excluye expresamente los pagos por servicios del cómputo de las rentas en su relación con el valor razonable del inmueble (Norma 33. A) 3b)); sin embargo los gastos de mantenimiento pueden ser algo más discutidos. Podría argumentarse que también son gastos vinculados al derecho de uso en la medida en que el mantenimiento es necesario para que la entidad financiera pueda continuar con el normal desenvolvimiento de su actividad y que, jurídicamente existe una obligación por parte del arrendatario de devolver en buen estado el inmueble a su propietario al final del periodo de arrendamiento, para lo cual es preciso que realice las tareas de mantenimiento necesarias a lo largo de la duración de todo el periodo del contrato. En este sentido las cláusulas que disponen una participación del arrendador en los gastos de mantenimiento

extraordinarios en periodos próximos al vencimiento del arrendamiento apoyan esta argumentación.

La normativa americana también excluye los gastos de mantenimiento del cómputo del valor presente de los pagos mínimos en concepto de rentas.⁵⁰

h. Derecho de adquisición preferente

El contrato de arrendamiento puede incluir este derecho por el que el arrendador, en caso de poner a la venta el inmueble durante la vigencia del contrato de arrendamiento, tendrá que otorgar a la entidad arrendataria la facultad de adquirirlo con preferencia a un tercero. El derecho suele estar establecido de forma que en caso de no ser ejercitado, el nuevo adquirente vuelva a quedar vinculado por el mismo respecto al arrendatario.

Desde el punto de vista de la normativa contable, la cláusula no tiene mayor trascendencia puesto que al intervenir un tercero, la posible venta a precio de mercado queda así garantizada y no supone un obstáculo para la calificación del arrendamiento como operativo.

i. Restricciones a la libre transmisibilidad del inmueble por el arrendador

Nos remitimos a lo señalado en el contrato de compraventa sobre esta cláusula.

j. Devolución del inmueble al finalizar el contrato

Si la entidad bancaria en su condición de arrendataria se encuentra obligada a devolver el inmueble en el estado en que se encuentre al finalizar el contrato, que puede no coincidir con el estado inicial por haber sido modificado

⁵⁰ Codificación Contable Americana 840-10-25-1. d.

por obras y, en un estado normal de conservación teniendo en cuenta el desgaste por el uso, sin ninguna otra contraprestación, no tiene lugar la situación prevista por la Circular 4/2004 de Banco de España Norma 33 A) 3. f) ni en la NIC 17. 11 b) según la cual el arrendatario asume las pérdidas o ganancias derivadas de las fluctuaciones en el valor razonable del importe residual. Tampoco se da esta circunstancia en los términos estipulados por la Codificación⁵¹ e incluida como uno de los factores que, entre otros, acreditan la no transferencia efectiva de los riesgos y beneficios derivados de la propiedad, determinando la calificación del arrendamiento como de capital. Por tanto en ninguno de los dos ámbitos, es un indicio de arrendamiento financiero o de capital.

k. Obras en el inmueble y nuevas instalaciones

Desde el punto de vista de la gestión de los locales donde las entidades de crédito desarrollan su actividad, suele ser frecuente que en el contrato de arrendamiento, la entidad arrendataria se reserve el derecho de realizar determinadas obras en los inmuebles, sujetas a proyecto técnico, con las licencias correspondientes y a su cargo. Siempre que las obras afecten sustancialmente al inmueble, el arrendador tiene derecho a ser informado.

Por otro lado, también en esa misma línea de desarrollo del negocio, el arrendatario puede emplazar en el inmueble (cubierta, fachada o interior) aquella maquinaria e instalaciones (cajeros automáticos, rótulos, antenas...) que considere necesarios para el desarrollo del uso permitido.

Este tipo de cláusulas son quizás las que más dudas pueden plantear de cara a calificar como operativo un arrendamiento en la medida en qué es necesario encontrar un punto de equilibrio entre las obras y nuevas instalaciones que la

⁵¹ Codificación 840-40-25-13 b.

entidad bancaria precisa para el desarrollo de su actividad y el derecho del propietario de decidir sobre el estado del inmueble.

l. Seguros y Daños en la Finca

Los riesgos inherentes a la propiedad de la finca corresponden al arrendador, sin perjuicio de la obligación de la entidad de crédito de contratar los seguros oportunos. Entre estos daños se encuentran los desperfectos que sufre el inmueble, incluso cuando suponen la destrucción parcial del mismo por causas distintas al mero transcurso del tiempo o de su desgaste por su uso ordinario por la arrendataria como por ejemplo incendio, inundación... y todos los supuestos que habitualmente cubre el consorcio de compensación de seguros.

Como suele ser práctica habitual la entidad financiera durante la vigencia del contrato de arrendamiento, asegurará el inmueble tanto en calidad de tomadora y asegurada en lo que se refiere a su actividad, instalaciones de su propiedad y enseres del inmueble, incluyendo responsabilidad civil, como en calidad de tomadora en lo que se refiere al continente. Respecto a estos últimos, el arrendador será designado como beneficiario.

Dado que el beneficiario de los seguros es el arrendador, este deberá aplicar lo recibido por los daños sufridos a la reparación de los mismos.

m. Subarriendo

Para poder mitigar los efectos negativos que se derivan de un periodo inicial de obligado cumplimiento para la entidad financiera en el supuesto de que por causas estratégicas necesitase prescindir para su actividad del inmueble objeto del contrato, es posible que durante ese periodo pueda subarrendar sin consentimiento del arrendador y sin incremento de la renta. Desde el punto de vista de la calificación del arrendamiento esta cláusula no tiene mayor trascendencia.

Una vez analizadas las variables más significativas del arrendamiento por su incidencia en la calificación del mismo como operativo o financiero, el paso siguiente es abordar la contabilización del mismo. Diferenciamos una vez más entre los dos ámbitos contables comenzando por el IASB.

El tratamiento contable establecido por la NIC 17 parte de la diferenciación entre los dos tipos de arrendamiento que establece previamente:

- Si resultase arrendamiento financiero. El arrendatario al inicio del arrendamiento, reconocerá en el balance un activo que clasificará según la naturaleza del bien objeto del contrato y un pasivo por el mismo importe que será el igual o menor de:
 - El valor razonable del bien arrendado o
 - El valor actualizado de los pagos a realizar durante el plazo del contrato, incluyendo la opción de compra si su precio de ejercicio se espera que sea inferior al valor razonable del activo en la fecha de ejercicio, más cualquier importe garantizado por el arrendatario.

Para el cálculo del valor actualizado se tomará por este orden:

- ❖ Tipo de interés implícito en el arrendamiento. La NIC 17.4 lo define como el tipo de descuento que, al inicio del arrendamiento, produce la igualdad entre el valor actual total de los pagos mínimos por el arrendamiento más el valor residual no garantizado y la suma del valor razonable del activo arrendado más cualquier coste directo inicial del arrendador.
- ❖ El tipo de interés que el arrendatario habría de pagar en un arrendamiento similar.

- ❖ El tipo de interés al que obtendría los fondos necesarios para comprar el activo en circunstancias similares.

Los puntos 2 y 3 son reconocidos por la NIC 17 como tipo de interés incremental del endeudamiento del arrendatario.

La carga financiera de las cuotas del arrendamiento se distribuye a lo largo de la vida del contrato de forma que se obtiene un tipo de interés constante sobre el saldo de la deuda pendiente de amortizar en cada ejercicio.

Los pagos contingentes se cargarán como gastos en el ejercicio en que se devenguen.

Respecto a la amortización y deterioro, son aplicables las normas generales, si bien, si no existiera una razonable certeza de que el arrendatario obtendrá la propiedad del activo al vencimiento del contrato, la amortización se llevará a cabo a lo largo de la vida útil del activo o del plazo del arrendamiento si fuera menor.

- Si se trata de un arrendamiento operativo. El activo permanecerá en el balance del arrendador por lo que el arrendatario imputará las cuotas de los arrendamientos como gastos en la cuenta de pérdidas y ganancias. Si se realizase cualquier pago al contratar un derecho de arrendamiento calificado como operativo, se tratará como un pago anticipado del arrendamiento, y se amortizará a lo largo del periodo de arrendamiento a medida que se reciban los beneficios económicos del activo arrendado.

La normativa del FASB en materia de sale and leaseback recogida en la Accounting Standards Codification 840-40-25-2, parte de considerar que si el arrendamiento posterior a la venta cumple alguno de los criterios establecidos en el párrafo 840-10-25-1 de la misma, el vendedor y ahora arrendatario contabilizará el arrendamiento como un arrendamiento de capital. De no ser así

será operativo. Pero es más, en el párrafo 840-40-25-4, explícitamente califica como mera financiación aquellas operación de sale and leaseback en la que el vendedor arrendatario retiene todos los beneficios y riesgos relativos a la propiedad del inmueble vendido.

Para poder aplicar la normativa contable de las operaciones de sale and leaseback, exige el regulador tres requisitos que se analizaron en su momento⁵²(ser un arrendamiento normal, gestión efectiva de la propiedad por el arrendador y transferencia efectiva al mismo de todos los riesgos y beneficios derivados de las propiedad del inmueble). En consecuencia, será preciso ver, como también se ha ido exponiendo a lo largo del análisis que se acaba de realizar sobre cada una de las cláusulas, en qué medida cada una de ellas permite demostrar el cumplimiento de estos requisitos. Si no se cumplen estos requisitos y por tanto, nos encontramos fuera del ámbito de aplicación de estas disposiciones, será preciso remitirse al apartado 360-20 que, en otra categoría distinta supone recurrir al método llamado del depósito o al de una financiación.

Partiendo del cumplimiento de los criterios que califican contablemente una operación de sale and leaseback:

- Si se trata de un arrendamiento de capital, el arrendatario lo reconocerá como un activo y un pasivo al inicio del contrato, por un importe igual al valor presente de los pagos mínimos en concepto de rentas, excluyendo los denominados costes de ejecución e incluyendo cualquier otro beneficio.

Respecto a la amortización, si existe la transferencia de propiedad al final del contrato, se realizará siguiendo el mismo criterio que para el resto de los inmuebles. Si no concurren estas circunstancias la amortización será en función de la duración del arrendamiento.

⁵² Ver apartado 4.2.2. sobre la situación actual de la legislación en materia de sale and leaseback.

Por lo que al pasivo reconocido se refiere, cada pago de renta tendrá dos componentes, uno de reducción del pasivo y otro de pago de intereses.

- Si se trata de un arrendamiento operativo, el arrendatario reflejará en la cuenta de pérdidas y ganancias el gasto en concepto de renta para el ejercicio correspondiente con la obligación de diferenciar entre la parte correspondiente a la mínima renta, la renta contingente y las del subarriendo en caso de existir⁵³. Adicionalmente si se trata de arrendamientos no cancelables con plazo superior al año, el arrendatario deberá de reflejar en los estados contables los pagos mínimos futuros de renta comprometidos, separadamente en los próximos cinco años y de forma agregada para los siguientes⁵⁴.

⁵³ Accounting Standards Codification 840-20-50-1

⁵⁴ Accounting Standards Codification 840-20-50-2

5. *DESARROLLO DEL ESTUDIO EMPIRICO*

5.1. *OBJETIVO*

Establecido todo el marco teórico que fundamenta y configura la realización de las operaciones de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios por parte de las entidades de crédito en sus aspectos más relevantes, nos proponemos ahora proceder al análisis de las operaciones en la realidad.

Como ya hemos puesto de manifiesto en los epígrafes anteriores, las transacciones estudiadas por su propia naturaleza, no tienen un elevado grado de estandarización que haga factible un tratamiento homogéneo de las mismas a todos los niveles. Las necesidades de gestión de activos inmobiliarios por parte de las entidades de crédito responden a estrategias de orden empresarial y comercial de tipo muy diverso en las que el tamaño de la entidad, el espacio temporal, el ámbito geográfico o su propio posicionamiento en el sistema financiero entre otros factores, juegan un papel muy importante y conducen a la realización de operaciones de sale and leaseback en unos términos que tratan de adaptarse de la mejor forma posible a las necesidades específicas de ambas partes⁵⁵.

En la realidad, estas circunstancias se traducen en operaciones en las que, desde que se aprueban por la entidad de crédito, y sin tener en cuenta el periodo previo de estudio y diseño de la operación que también reviste su complejidad,

⁵⁵ Aunque el trabajo aborda la operativa desde la perspectiva de las entidades de crédito, lógicamente el comprador y posterior arrendador también realiza la transacción con unos objetivos de inversión y por tanto el contrato resultante será el acuerdo que mejor se ajuste a los intereses de las dos partes.

hasta que terminan de materializarse con la firma y registro público de los contratos pueden transcurrir varios meses y, en algunos casos incluso superar el año. Desde esta perspectiva, se puede afirmar que es muy difícil encontrar dos operaciones idénticas ya que estamos hablando de contratos muy extensos dónde cualquier cláusula puede marcar una diferencia frente a otra operación incluso de la misma entidad bancaria.

Sin embargo, el planteamiento del trabajo parte de considerar que las entidades de crédito realizan estas operaciones con un mismo objetivo que en definitiva no es otro que mejorar su propia eficiencia, consiguiendo unas repercusiones positivas a nivel financiero derivadas de la ejecución de estas estrategias. Partiendo de esta premisa, y a pesar de la heterogeneidad, es posible identificar una serie de elementos, que serán las variables de nuestro estudio, presentes en todas las operaciones y que nos permitirán proceder a la contrastación empírica de nuestra hipótesis de partida por medio de la aplicación de diversos procedimientos estadísticos.

5.2. POBLACION Y MUESTRA

En cuanto a la población objeto de estudio, vamos a centrarnos en las operaciones de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios realizadas por entidades financieras en cualquier país, siempre y cuando su normativa reguladora siga los parámetros establecidos en la materia por uno de los dos grandes sistemas contables vigentes en la actualidad: el de las Normas Internacionales de Información Financiera desarrolladas por el IASB, y que tiene como importante punto de referencia la NIC 17, o el de los pronunciamientos del FASB que, en la actualidad, se centra en el bloque 840 de la Accounting Standards Codification que lleva por título arrendamientos, y que hasta su entrada en vigor en 2009, y por tanto durante una parte importante del periodo en que se realizaron las operaciones objeto de nuestro estudio, tuvo como norma fundamental el Financial Accounting Standards No.13 sobre la contabilización de arrendamientos, así como todas las modificaciones posteriores introducidas por los sucesivos Financial Accounting Standards a los que nos hemos referido con anterioridad.

Continuando con la definición de la población y por lo que al espacio temporal se refiere, se van a estudiar las operaciones realizadas por entidades financieras desde el año 2000 hasta la actualidad y por tanto nos centraremos en la primera década del siglo XXI. En el ámbito geográfico americano, como ya hemos mencionado con anterioridad, estas operaciones, sobre todo en otros sectores distintos al financiero, cuentan con una tradición bastante antigua pero es cierto que las operaciones de cierta envergadura comienzan a realizarse en esta primera década del siglo y es en el reciente contexto financiero dónde pretendemos validar su eficiencia como estrategia bancaria. De ahí que, el periodo de estudio se haya centrado en estos años si bien, es a partir de 2004 cuando, como se puede apreciar en los gráficos 9 y 9, se empiezan a realizar con más frecuencia alcanzando en el periodo inmediatamente anterior a la grave crisis financiera iniciada en 2007 y de la que todavía no hemos terminado de salir, su

mayor frecuencia tanto por operaciones realizadas como por el volumen de las mismas.

Gráfico 8

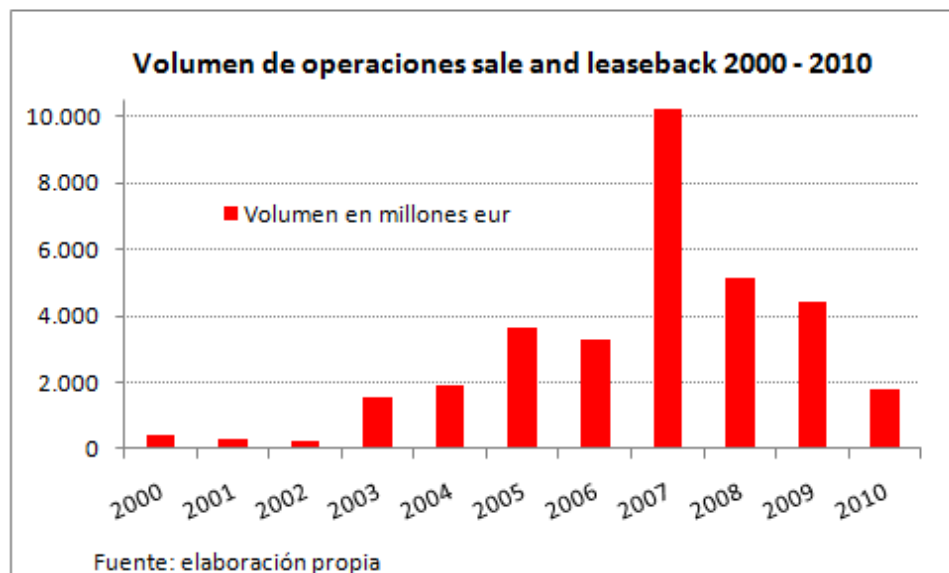


Gráfico 9



Es necesario también señalar que la población objeto de estudio comprende exclusivamente las operaciones calificadas contablemente como arrendamiento operativo ya que, como ha quedado fundamentado en un plano teórico en la primera parte del estudio, los arrendamientos de carácter financiero no responden a la naturaleza de las operaciones estudiadas. En el proceso de búsqueda de datos han sido muy escasas las operaciones encontradas con esta calificación contable y no se han considerado por no ser parte de la población objeto de estudio.

Como requisito adicional, hemos exigido también que las operaciones se realicen por entidades cotizadas en Bolsas de Valores para que se encuentren sujetas a todas las obligaciones de información contable que las diferentes legislaciones establecen para este tipo de empresas financieras. Por otra parte, la fijación de su cotización diaria nos permitirá, como se expondrá a continuación, el cálculo de una de las variables importantes para el desarrollo del estudio, el coste de capital, para lo cual precisamos series completas de precios transparentes.

El hecho de exigir, por los motivos expuestos, que sean entidades cotizadas en Bolsa, nos lleva a excluir de la población objeto de estudio las operaciones de sale and leaseback realizadas a partir de 2008 por algunas Cajas de Ahorro españolas entre las que mencionamos:

- La realizada en 2008 por Caja de Ahorros del Mediterráneo que vendió inmuebles situados en Alicante, Valencia y Barcelona por importe de 63 millones de euros con un arrendamiento posterior de veinte años susceptible de ser prorrogado a su finalización, al fondo de pensiones de sus propios empleados (lo cual también sería discutible de cara a poder aplicar cualquier tratamiento favorable ya que la operación se realiza entre partes vinculadas); en el mes de Junio de ese mismo año, Caixa Galicia vendió 40 inmuebles al grupo Pontegadea por importe de 250 millones de euros, generando unas plusvalías de 100 millones y suscribiendo un

contrato de arrendamiento posterior con plazos que oscilan entre los quince y los cuarenta años incluyendo opciones de recompra.

- En Marzo de 2009 Caixa Catalunya anuncio la venta y posterior arrendamiento de 120 sucursales de las 1.200 de las que dispone para conseguir liquidez por importe de 110 millones de euros, a las que siguieron en el mes de Mayo otros 146 inmuebles (sucursales y edificios de oficinas) por importe de 183 millones.
- La operación de Caja Madrid cerrada en Mayo de 2010, por la que vende al fondo alemán SEB InmoPortfolio Target Return Fund su centro operativo de las Rozas, por importe de 108 millones de euros con unas ganancias de capital de 48 millones de euros y en el que permanecerá como arrendataria por un periodo de treinta años y a la que sigue otra, en Noviembre del mismo año por la que vende 97 sucursales a Drago Capital por un importe de 96 millones de euros, generando unas plusvalías de 80 millones de euros y con un plazo de veinticinco años.

Partiendo de estos presupuestos sobre la población, se ha realizado una búsqueda de las operaciones objeto de nuestro estudio a través de diferentes bases de datos a nivel mundial como las de Bloomberg o de la U.S. Securities and Exchange Commission que nos han permitido, utilizando complejos y combinados criterios de búsqueda, llegar a localizar las operaciones de sale and leaseback de inmuebles realizadas por la entidades de crédito en el periodo definido con anterioridad. Estas bases de datos se han configurado como informadores fiables en la primera fase del proceso de recopilación de datos consistente en la identificación de las operaciones. Mención especial merece también aquí, la información contable a la que hemos podido acceder a través de las páginas web de las entidades financieras que disponen y mantienen este recurso para facilitar información sobre sí mismas a sus inversores, accionistas, obligacionistas y al público en general.

Una vez localizadas en el espacio y el tiempo las operaciones comienza una segunda fase en el proceso de recopilación de datos que se refiere a la obtención para cada operación de todos los parámetros que serán precisos para desarrollar el estudio sobre el conjunto de ellas. En este punto es necesario señalar que todos aquellos que van a ser objeto de tratamiento para la realización del estudio tienen un carácter público, es decir, han sido consignados por las entidades en cualquiera de los documentos contables o de otro tipo que con carácter voluntario o por imperativo normativo remiten a registros u organismos de carácter público y que por tanto se encuentran a disposición de los usuarios de la información contable que los precisen. Así, los informes financieros anuales o de cualquier otra periodicidad han constituido, como se puede ver en el Anexo 1, una de las fuentes principales de obtención de datos pero no la única de forma que, en ocasiones los formularios 8-K de los bancos cotizados en Estados Unidos dirigidos a la SEC, las comunicaciones de hechos relevantes de las entidades de crédito españolas dirigidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las notas de prensa o las conferencias de anuncio de resultados que periódicamente convocan y celebran los bancos, han sido utilizados también para obtener la información más completa posible de cada una de las transacciones.

El proceso de recogida de datos ha revestido una especial dificultad derivada de la falta de homogeneidad con que se refleja contablemente esta operativa por parte de todas las entidades financieras con independencia de encontrarse sometidas a la regulación de patrón IASB o FASB. Como ya se ha mencionado, ambas legislaciones imponen la obligación de consignar separadamente estas operaciones desglosando una serie de parámetros (total de pagos futuros mínimos del arrendamiento divididos por plazos: hasta un año, entre uno y cinco y a más de cinco años; cuotas reconocidas como gastos del ejercicio,

descripción general de los acuerdos significativos del arrendamiento⁵⁶...). Esta información es fundamental para poder alcanzar el objetivo que nos proponemos a la hora de realizar el presente estudio ya que, como se expondrá más adelante, las variables que nos permitirán contrastar nuestras hipótesis de partida son entre otras, las que responden a estas exigencias de información impuestas por la norma a las entidades. Sin embargo, el proceso de búsqueda de datos ha puesto de manifiesto las graves deficiencias en el cumplimiento de estas disposiciones por parte de las instituciones de crédito, sobre todo en lo que se refiere al desglose de las operaciones y principales magnitudes relevantes de las mismas. La investigación desarrollada en este terreno, ha puesto de manifiesto que es muy reducido el número de las entidades que siguen fielmente la normativa vigente consignando separadamente este tipo de operativa; sumándose a la falta de homogeneidad antes señalada el hecho de que no todos los datos son recogidos.

Esta realidad, nos ha conducido a realizar un trabajo de búsqueda múltiple en las diversas partidas tanto del balance, como de la cuenta de resultados, la memoria y otros documentos contables que podían poner de manifiesto la ejecución en ese periodo de una o varias operaciones de las que son objeto de nuestro estudio. De ahí la dificultad a la que nos referíamos, ya que nos hemos visto obligados a examinar para cada entidad que potencialmente hubiera realizado estas operaciones numerosos documentos (memorias, balances, cuentas de resultados, comunicados a organismos públicos todos ellos revestidos en los diferentes formatos exigidos por los distintos reguladores como los 20-F, 10-K, 10-Q, 8-K, 6-K, Annual Reports, etc.) que se multiplican por el número de años que comprende el estudio. En el anexo 1 se recogen tan solo los documentos de los que se han tomado datos para el estudio o que, por cualquier otra circunstancia, aparecen citados a lo largo del trabajo, pero es preciso dejar

⁵⁶ Norma Internacional de Contabilidad 17, num. 35; Accounting Standards Codification 840-20-50 y 840-40-50.

constancia de que el número de los examinados ha sido muy superior, si bien, lo extenso de su enumeración y su falta de relevancia nos ha llevado a no dejarlos reflejados de forma individualizada.

Concluimos por tanto lo referente a este proceso señalando que, como fuentes documentales para la obtención de los datos se han utilizado, fundamentalmente y con todas las limitaciones expuestas, documentos públicos generados por las propias entidades que realizan las operaciones estudiadas, auditados en muchos casos por expertos independientes y remitidos en cumplimiento de diversas disposiciones legales a los organismos competentes para el adecuado depósito y publicidad de los mismos.

En aquellos supuestos en que las entidades financieras se han encontrado inmersas en procesos de fusiones y adquisiciones, para los datos del ejercicio de la operación, se ha tenido en cuenta su situación legal en ese momento. En los casos en los que el análisis ha hecho necesario el tratamiento de series históricas más amplias, se han tomado en consideración los datos de la entidad jurídica resultante en los términos en que todas las legislaciones las definen a efectos de sucesión de la entidad originaria.

Dado el universo objeto de estudio, las operaciones realizadas se han llevado a cabo en divisas diversas. Para realizar el estudio en términos absolutos se han mantenido las divisas pero para poder realizar comparativas y homogeneización de las operaciones se procederá a la conversión de todas las cifras a una divisa común, el euro, tomando como tipo de cambio el tipo medio de cada divisa contra el euro para el conjunto del año en que se realiza la operación calculado como media de los fixings diarios para ese periodo tal y como se recoge en el cuadro 2.

Cuadro 2

TIPOS DE CAMBIO MEDIOS CONTRA EL EURO

Año/Divisa	AUD	CAD	GBP	JPY	USD	CHF	HKD	SGD	MYR
2000	1,6864	1,4129	0,6299	107,74	0,9427	1,5180	7,3492	1,6332	3,5823
2001	1,7428	1,4172	0,6110	117,14	0,8895	1,4777	6,9347	1,6389	3,3805
2002	1,8680	1,6491	0,6517	124,62	1,0492	1,4514	8,1817	1,8196	3,9864
2003	1,6746	1,6312	0,7058	135,00	1,2595	1,5605	9,7773	2,1412	4,7861
2004	1,7379	1,6290	0,7066	139,10	1,3554	1,5460	10,535	2,2115	5,1505
2005	1,6172	1,3766	0,6877	139,48	1,1849	1,5562	9,1879	1,9697	4,4781
2006	1,6734	1,5384	0,6737	157,12	1,3197	1,6089	10,266	2,0244	4,6568
2007	1,6672	1,4566	0,7350	163,04	1,4589	1,6538	11,379	2,1009	4,8699
2008	1,9884	1,7038	0,9548	126,70	1,3971	1,4930	10,828	1,999	4,8862
2009	1,5985	1,5085	0,8869	133,20	1,4321	1,4836	11,105	2,012	4,9384
2010	1,3080	1,3356	0,8574	108,47	1,3384	1,2507	10,405	1,7176	4,0865

Fuente: Bloomberg

Donde,

AUD: Dólar australiano

CHF: Franco suizo

CAD: Dólar canadiense

HKD: Dólar Hong Kong

GBP: Libra esterlina

SGD: Dólar de Singapur

JPY: Yen japonés

MYR: Ringgit malayo

USD: Dólar estadounidense

En el proceso de obtención de datos y análisis de las operaciones, se han encontrado operaciones en las que se procede a la venta de inmuebles, pero en las que el arriendo posterior no afecta a la totalidad del mismo. En estos supuestos se ha procedido a prorratear tanto precio de venta como beneficio para ceñirnos estrictamente a los términos de las operaciones objeto de nuestro estudio sin falsear el conjunto de la misma.

La complejidad del proceso de recogida de datos necesarios para llevar a cabo el estudio, nos ha llevado a excluir de la muestra aquellas operaciones que no ofrecían en la información pública al alcance de los usuarios contables los datos mínimos para ser analizadas. Este incumplimiento de la normativa contable por parte de determinadas entidades y sobre todo, en aquellos casos en que las operaciones representan volúmenes significativos en el conjunto del balance de los bancos, supone una pérdida significativa de información para los usuarios contables, y entre ellos para los organismos de carácter público encargados de su supervisión y regulación. Entre las operaciones que nos hemos visto obligados a sacar de la muestra por no disponer de los datos necesarios destacamos las realizadas por Westpac de 2000 a 2003 dentro de un programa de sale and leaseback de sus propiedades inmobiliarias. En las cuentas anuales correspondientes a esos ejercicios se ofrece la información sobre el desarrollo de esta estrategia pero de forma agregada con lo que no es posible diferenciar las operaciones por años; en este sentido en el epígrafe dedicado a los inmuebles se detallan el número de inmuebles y el importe obtenido distinguiendo entre los correspondientes a Australia y a Nueva Zelanda pero, siempre en datos conjuntos para los tres últimos años que impiden cualquier análisis. El montante conjunto es de unos 580 millones de dólares australianos.

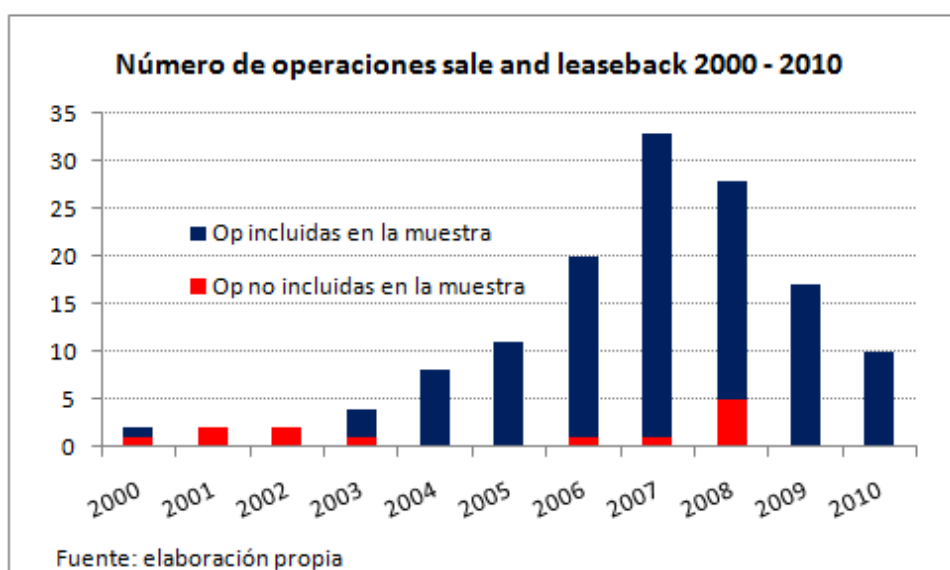
Descartadas las operaciones que no ofrecían los mínimos datos necesarios para realizar el estudio y que por tanto no formarán parte de la muestra, podemos afirmar que la muestra resultante se encuentra muy próxima a la totalidad de la población, ya que se han tomado para el estudio todas las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios realizados por las entidades de crédito en el periodo 2000 – 2010 a cuyos datos hemos tenido acceso.

Como se desprende de los gráficos 10 y 11, la muestra objeto de estudio goza de una significatividad elevada dado que tomando el 90.51% del total de las operaciones llevadas a cabo en el periodo cubrimos el 96.02% del volumen en euros que representan el conjunto de estas operaciones.

Gráfico 10



Gráfico 11



Según la formulación estadística (1) por la que el tamaño de la muestra, n , es:

$$(1) \quad n = \frac{k^2 \times p \times q \times N}{(e^2 \times (N - 1)) + k^2 \times p \times q}$$

donde N es el tamaño de la población, k la constante asociada al nivel de confianza que asignamos, e es el error muestral y atribuimos a p y a q el valor 0.5, nos encontramos que el tamaño de la muestra elegida para el estudio supone un nivel de confianza del 99% para un error muestral del 1.8%

5.3. DEFINICION Y ESTABLECIMIENTO DE HIPOTESIS

La hipótesis de partida, tal y como ha quedado definida en epígrafes anteriores del presente estudio y que ahora trataremos de probar empíricamente, es que la venta de edificios para su posterior arrendamiento por parte de las entidades de crédito es una estrategia de optimización bancaria y operativa, descartando motivaciones de otra índole como pudieran ser las meramente especulativas.

Configurar estas operaciones como estrategias de optimización bancaria y operativa supone probar su validez desde el punto de vista de su eficiencia en la gestión de una entidad de crédito. La eficiencia viene determinada en última instancia por el impacto financiero positivo que debiera derivarse de la ejecución de este tipo de operaciones y será en consecuencia, a través de los resultados financieros como abordaremos su estudio. Esto nos conduce a formular una serie de hipótesis que trataremos de probar empíricamente y que exponemos a continuación.

En primer lugar consideraremos las variables de las que es función el impacto económico financiero de la operación. Estudiaremos las siguientes: precio de venta de los inmuebles, valor contable por el que figuran en libros, rentabilidad de la operación (definida en términos de tipo de interés implícito del arrendamiento posterior), duración de la operación (incluyendo tanto el periodo de obligado cumplimiento como las prórrogas posteriores), la tasa de amortización de los inmuebles en la entidad financiera que realiza la operación y su coste de capital. Y pasaremos a analizar el impacto de cada una de ellas tanto en la cuenta de pérdidas y ganancias como en el consumo de capital.

En segundo lugar trataremos de probar que el impacto económico anual derivado de la ejecución de una o varias operaciones de sale and leaseback por

parte de una entidad de crédito y que vendrá dado por la ecuación (2), será positivo.

$$(2) \quad IE = -(PV * RL) + \left[[PV - (PV - VC) * IS] * RM \right] + (VC * TA) + (VC * CF) + [(PV - VC) * K]$$

Donde,

- IE: Impacto económico financiero de la operación
- PV: Precio de venta de los inmuebles
- VC: Valor contable de los inmuebles
- RL: Rentabilidad de la operación: tipo de interés implícito del arrendamiento posterior
- TA: Tasa de amortización de los inmuebles de la entidad financiera
- K: Coste de capital de la entidad financiera que realiza la operación
- RM: Tipo de interés aplicable a la inversión
- CF: Coste anual de la financiación
- TS: Tipo impositivo aplicado a la plusvalía/minusvalía de la venta

La ecuación pone de manifiesto cómo a la hora de considerar el impacto económico se está teniendo en cuenta tanto el que tiene lugar en la cuenta de pérdidas y ganancias de la entidad como el derivado del ahorro en el consumo de capital. Partiendo de la misma, probaremos que la realización de las operaciones de sale and leaseback tiene un impacto positivo en su conjunto en la cuenta de resultados de las entidades que las realizan en el año de su ejecución. Y asimismo que, ese impacto positivo también se da en el consumo de capital (generando

ahorros de este recurso) en las entidades que las realizan en el año de su ejecución.

En tercer lugar, consideraremos el impacto económico a lo largo de la vida de la operación y en definitiva, nuestra hipótesis de partida ya que las operaciones serán eficientes si a lo largo de la vida de la operación la contribución al valor de la entidad es positivo (3):

$$(3) \quad \sum_{t=1}^N \frac{-(PV * RL) + \left[[PV - (PV - VC) * IS] * RM \right] + (VC * TA) + (VC * CF) + [(PV - VC) * K]}{(1 + i)^t} > 0$$

Donde,

- N: número de años del contrato de arrendamiento
- i: tasa de descuento que será igual al coste medio de financiación para la entidad.

Y por tanto, intentaremos probar que la realización de las operaciones de sale and leaseback tienen un impacto positivo en su conjunto en la cuenta de resultados de las entidades que las realizan que se prolonga a lo largo de la vida de la operación y que se materializa en un valor presente positivo de la operación. Y por otro lado se contrastará el impacto positivo a lo largo de la vida de la operación en el consumo de capital de la entidad que las realiza de forma que, el valor presente de los ahorros de capital sea positivo.

Dando un paso más, procederemos a establecer una serie de relaciones entre las variables que trataremos de verificar empíricamente:

- Respecto a la plusvalía:
 - Cuanto mayor es la plusvalía generada, mayor es el impacto en el ahorro de capital que tiene lugar.

- El impacto de la plusvalía en la cuenta de pérdidas y ganancias genera efectos de signo contrario: una elevada plusvalía supone que los inmuebles se encontraban valorados en libros muy por debajo de su valor de mercado, la renta a pagar a partir de este momento se calculará siempre a partir de este último lo que unido, a que el ahorro por coste de amortización y de financiación a valor contable será sensiblemente reducido, hace que lo obtenido por la reinversión unido a estas dos partidas pueda no llegar a compensar el importe de la renta a pagar anualmente y por tanto, tener un impacto negativo en la cuenta de pérdidas y ganancias. Inicialmente, por tanto se presentan dos efectos contrapuestos: si bien una mayor plusvalía genera mayores beneficios por el ahorro de capital, también se observa que su impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias a lo largo de la vida de la operación es menos favorable o incluso podría llegar a tener un signo negativo. En este sentido el alargamiento del plazo opera negativamente. Será el estudio empírico el que nos permita determinar cuál de los dos efectos prevalece en las operaciones analizadas.
- Respecto al plazo:
 - Cuanto mayor es, mayor valor presente de la operación.
 - Cuanto mayor es, el efecto anteriormente comentado de la plusvalía puede llegar a ser negativo.
- Respecto al coste de capital
 - Cuanto mayor es, más significativo es el beneficio de la operación ya que, supone no tener que acudir a los mercados de capitales donde la financiación tendrá un coste superior al de los fondos obtenidos por la operación de sale and leaseback.

Finalmente, procederemos al análisis del impacto de las operaciones de sale and leaseback de inmuebles de las entidades en aquellos de sus ratios

vinculados a la rentabilidad operativa viendo en qué casos entre los mismos se produce una mejora tras llevar a cabo la operativa estudiada.

5.4. METODOLOGIA PARA LA CONTRASTACION DE LAS HIPOTESIS

5.4.1. UNA CUESTIÓN PREVIA: LA GESTIÓN EFICIENTE DEL CAPITAL Y LA DETERMINACIÓN DE SU COSTE EN LAS OPERACIONES OBJETO DE ESTUDIO.

La eficiencia de las operaciones estudiadas vendrá condicionada por los propios objetivos del tipo de empresa que las realiza y en este caso, al tratarse de una entidad de crédito, resulta fundamental como uno de sus principales recursos, el capital y, en consecuencia, la gestión adecuada de su consumo es uno de los criterios fundamentales a la hora de cuantificar la eficiencia de una operación bancaria. Podemos considerar el consumo de capital eficiente desde dos puntos de vista: dado un determinado nivel de capital requerido, se trata de obtener el máximo resultado posible, o bien en términos de utilización del mínimo capital posible para la obtención de un resultado determinado. A ello se une la necesidad de que este tipo de estrategias resulten eficientes en el medio y largo plazo, es decir, que no se presenten como operaciones eficientes en el corto plazo, pero que en su resultado conjunto contemplado a lo largo de la vida de los contratos, no contribuyan positivamente a la creación de valor para la entidad. Sería el caso de una operación que genera unos resultados muy positivos en el momento de la venta del activo pero que, por las condiciones del propio contrato de arrendamiento, el resto de los ejercicios tiene un impacto muy negativo en la cuenta de resultados.

Nos introducimos con la cuestión del uso del capital por parte de las entidades de crédito en uno de los factores claves en su éxito empresarial. Tenemos muchos ejemplos en el pasado de las entidades financieras que así lo ponen de manifiesto: así en nuestro país, el proceso de expansión al que se vieron abocados los bancos y cajas en España por la llegada del mercado único desde

mediados de los años noventa, conduce por una parte, a la implantación y desarrollo de unas estrategias de crecimiento interno en su doble vertiente de expansión comercial e internacionalización, y por otra a un crecimiento externo materializado en fusiones y adquisiciones. Pero trascendiendo las fronteras, nos encontramos que en todo el mundo, el proceso de globalización de los mercados financieros, dio lugar a un entorno fuertemente competitivo en el que se encontraron sumergidas todas las entidades de crédito, con independencia de su tamaño y situación particular, que les llevó sobre todo en los primeros años del siglo XXI, a plantearse una redefinición de sus estrategias globales que les permitiera enfrentarse a un entorno más liberalizado.

La viabilidad de este tipo de procesos, hoy como entonces, radica en una adecuada gestión del capital ya que toda expansión precisa ser financiada y en este contexto las estrategias de optimización del capital como la que intentaremos probar que tiene lugar con las operaciones de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios, resultan de fundamental importancia.

El capital puede ser considerado en una doble vertiente:

- El capital regulatorio o nivel de capital mínimo exigido por el regulador.
- El capital económico como nivel de capital que elegirían los accionistas de un banco en ausencia de regulación.

Como señalan Elizalde y Repullo (2004) uno y otro son función positiva de la probabilidad de impago, la pérdida en caso de impago y la correlación de los impagos para valores plausibles de estas variables. Sin embargo, aquellas variables propias y exclusivas del capital económico como son el margen de intermediación y el coste del capital bancario, pueden alejar de forma significativa ambos conceptos. Son numerosos los autores que como Gordy y Howells (2004), vieron en el objetivo del Pilar 1 de la regulación de Basilea II, un intento de aproximar los requerimientos de capital regulatorio al capital económico demandado por los inversores. Con Basilea III, según la última actualización

realizada de este proceso que se publicó el 16 de Diciembre de 2010⁵⁷, tiene lugar uno de los grandes cambios en los mercados financieros y en la regulación bancaria, con importantes repercusiones en las futuras operaciones. Tres son los aspectos fundamentales de la nueva regulación que, si bien todavía no es definitiva, se encuentra muy avanzada:

- Exigencias de capital, que permitan la absorción de pérdidas
- Exigencias de financiación, que aseguren la viabilidad en el largo plazo
- Exigencias de liquidez, que permitan la supervivencia en el corto plazo

De esta forma, Basilea III no representa un endurecimiento de las exigencias de capital respecto al marco estipulado en Basilea II de reciente implementación, sino un cambio sustancial en el propio concepto de capital que nace de la crisis financiera. Pero como acabamos de señalar, junto al capital la preocupación por la liquidez, lleva a introducir reformas para absorber perturbaciones procedentes de tensiones financieras en determinados momentos. En la fase inicial de la crisis de 2007, fueron muchos los bancos que, aun manteniendo niveles adecuados de capital, se vieron en dificultades derivadas de una gestión de la liquidez que no consideró los escenarios que en la realidad tuvieron lugar: la liquidez dejó de ser un recurso fácil de obtener a precios bajos y la situación se prolongó durante mucho tiempo hasta el punto de tener que intervenir los bancos centrales para salvaguardar el funcionamiento de los mercados monetarios.

⁵⁷ Los documentos publicados en esa fecha comprenden: Results of the comprehensive quantitative impact study, Guidance for nacional authorities operating the countercyclical capital buffer, Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez, Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios.

Realizadas estas precisiones, en nuestro estudio empírico resulta fundamental la determinación del coste de capital. A diferencia del resto de las variables que utilizaremos con posterioridad, y que serán de observación directa fruto del proceso de recogida de datos, en el caso del coste de capital tendremos que proceder a su estimación a través de la aplicación de un modelo a cada una de las entidades cuyas operaciones son objeto del estudio. El coste de capital de una entidad vendrá dado por la tasa de beneficio que se debe obtener, dado un determinado nivel de riesgo, para satisfacer a los inversores que adquieren sus acciones. El coste de cada tipo de financiación, así como su importancia relativa dentro de los recursos financieros de la empresa, deben entrar a formar parte del coste de capital.

Entre los factores que determinan el coste de capital se encuentran:

- Situación de los mercados financieros: flujos de oferta y demanda.
- Condicionantes macroeconómicos como la inflación.
- Evolución del precio de las acciones y liquidez de las mismas medida en términos de facilidad para ejecutar sus transacciones. Las oscilaciones en el mercado son una medida representativa del riesgo, de forma que al aumentar este, el inversor aumentará la tasa de rentabilidad exigida por lo que se producirá un aumento del coste de capital; del mismo modo que lo hará si el valor carece de liquidez suficiente.
- El nivel de endeudamiento de las entidades: si este es elevado, los inversores tenderán a exigir más rentabilidad y por tanto, a encarecer el coste de capital puesto que la entidad precisa invertir rentablemente partidas mucho más grandes de su balance.

Uno de los modelos tradicionalmente utilizados para el cálculo del coste del capital o de los recursos propios es el CAPM (Capital Asset Price Model) según el cual la tasa de rentabilidad exigida por los inversores tiene que igualar o superar la rentabilidad de las inversiones sin riesgo más una prima por riesgo

adecuada al nivel de riesgo sistemático del título mobiliario del que se trata. El riesgo sistemático se mide con el coeficiente beta.

Existen otros modelos pero la elección del CAPM en este caso se debe a la homogeneidad y accesibilidad de los datos precisos para la estimación de esta magnitud. Otros modelos recurren a los diferentes tipos de deuda emitida por las entidades crediticias, pero dichas emisiones no revisten siempre un carácter público por lo que, no se difunde en mercado ni los volúmenes ni el coste imputable a dichos instrumentos lo cual dificulta y sobre todo, puede arrojar más dudas sobre el resultado final obtenido como coste de capital. En consecuencia nosotros procederemos a calcular el coste de capital para cada entidad en el ejercicio económico en que realiza la operación según el modelo del CAPM. De esta forma, estimado el coste de capital como una de las variables fundamentales para el cálculo del impacto financiero de la operación, es posible determinar el beneficio en la cuenta de pérdidas y ganancias así como el ahorro de capital para las operaciones llevadas a cabo por las diferentes entidades.

5.4.2. ANÁLISIS DE LOS FACTORES QUE DETERMINAN EL IMPACTO ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LA OPERACIÓN.

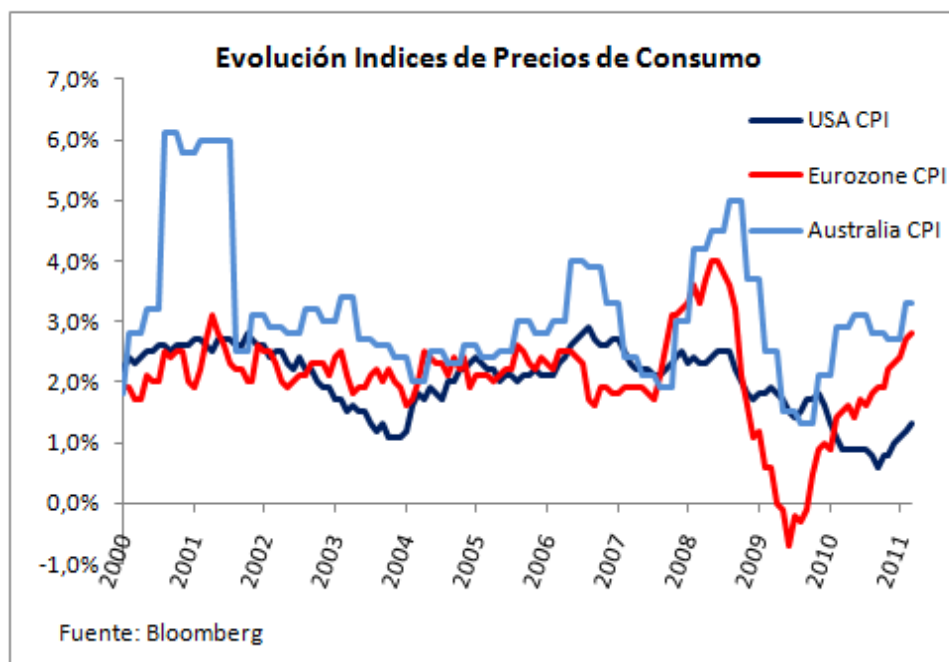
Los efectos derivados de la realización de las operaciones de sale and leaseback tanto en la cuenta de resultados como desde la perspectiva del ahorro de capital, van a ser el resultado de la influencia en una serie de partidas importantes, tanto del balance como de la cuenta de pérdidas y ganancias, a las que hemos considerado como variables independientes en el desarrollo de nuestro estudio. En consecuencia vamos a detenernos brevemente en las mismas.

5.4.2.1. LA RENTA PAGADA POR LOS INMUEBLES SUJETOS AL CONTRATO DE ARRENDAMIENTO.

Para la determinación de la renta se tomará la rentabilidad de cierre de la operación, a la que designaremos como RL, y el valor de mercado de los inmuebles en ese mismo momento, que llamaremos PV (puesto que como ya hemos puesto de relieve en anteriores epígrafes de este estudio, el precio de venta debe coincidir con el valor de mercado del activo objeto de la operación ya que, de no ser así la legislación contable no permitiría su calificación como arrendamiento operativo y se perderían todos los beneficios cuya prueba estamos desarrollando). La renta anual será el resultado del producto de ambas variables. La información relativa a esta variable en las distintas operaciones se ofrece bien como cifra absoluta o en términos porcentuales. Para ofrecer datos homogéneos se ha consignado como porcentaje en todos los casos. Se ha estimado una revalorización mínima de la renta del 2% puesto que lo más común es la indexación de la misma a un índice de precios, bien nacional o supranacional. Dado que esa información solo en casos excepcionales aparece en los documentos contables utilizados como fuente de datos del estudio, se ha procedido a la estimación del incremento porcentual de la renta cifrándolo en el 2% de

conformidad con la evolución media de los principales índices de inflación mundiales para el periodo estudiado que se puede apreciar en el gráfico 12.

Gráfico 12



5.4.2.2. EL INGRESO FINANCIERO RESULTANTE DE LO OBTENIDO POR LA VENTA DE LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS.

Para su cálculo partiremos del flujo de caja neto percibido por la venta, al que aplicaremos el tipo de reinversión, RM. El efectivo neto vendrá dado por el precio de venta menos lo abonado en concepto de impuesto sobre la plusvalía realizada (definida como la diferencia entre el precio de venta, PV, y el valor contable del inmueble vendido, VC). Dado que el tipo impositivo depende no solo de las diferentes legislaciones fiscales que resultan de aplicación sino de la propia naturaleza del activo de forma que, según el número de años que lleve en balance, su venta puede acogerse a beneficios fiscales específicos, hemos estimado un tipo impositivo, TS, aplicado para el cálculo de la plusvalía neta del 25%.

Respecto al tipo de interés aplicado para el cálculo de la reinversión, hemos utilizado el coste medio de la financiación bancaria de las entidades bancarias en esa divisa para el año que se realiza la operación de venta y posterior arrendamiento de los inmuebles. Entendemos por tal el coste medio de las emisiones que tendría que realizar una entidad bancaria para generar la liquidez necesaria que permitiese la financiación del inmueble o grupo de ellos que son objeto de la operación. Dado que las emisiones realizadas por las entidades tienen un coste diferente en función de la subordinación de las mismas, para poder obtener los datos hemos acudido a un coste medio de la deuda en mercado en cada uno de los años que comprenden el periodo de estudio para el conjunto de los bancos teniendo en cuenta la divisa de las emisiones.

El proceso de obtención de datos ha sido el siguiente: para cada uno de los años hemos obtenido el precio de mercado en términos de rentabilidad de las emisiones públicas vivas, emitidas por bancos y otras entidades financieras en los mayores mercados domésticos y de eurobonos. Todas las emisiones tomadas en consideración poseían en esos momentos una calificación crediticia de “investment grade⁵⁸” basada en una media de las otorgadas por las agencias Moody’s, Fitch y Standard and Poors. Además los países de emisión, para evitar una distorsión de los datos, también tienen una calificación crediticia de “investment grade”. Los requerimientos en cuanto a volúmenes mínimos de las

⁵⁸ Es práctica habitual de los mercados financieros la aplicación de la calificación “investment grade” a todos aquellos activos, emisores o títulos emitidos, cuyo rating es igual o superior a BBB-. Aunque la siglas difieren de unas agencias de calificación a otras, en términos genéricos el AAA representa la más alta y a partir de ahí se van reduciendo AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB y BBB-. Pues bien el siguiente escalón conocido como BB+ es ya de aplicación a lo que se considera activos “high yield”. La escala se sigue reduciendo pasando por el B y el CCC, CCC y C (cada uno con sus graduaciones +, - o neutral) para finalizar en la D, que pone de manifiesto una situación real o muy próxima a la quiebra del activo o del emisor al que se aplica.

emisiones (para asegurar su representatividad y su liquidez) que se han tenido en cuenta han sido:

- AUD, dólares australianos: 500 millones
- CAD, dólares canadienses: 500 millones
- EUR, euros: 500 millones
- JPY, yenes: 60 billones
- GBP, libras esterlinas: 250 millones
- USD, dólares americanos: 500 millones

Las emisiones tenían en cada momento un vencimiento superior a un año.

Dado que los costes de emisión son también función de las divisas, para cada año, hemos calculado el coste medio para toda la deuda viva (senior, subordinada (lower tier II, Upper tier II y Tier I)) para cada una de las divisas. Los datos obtenidos quedan recogidos en el cuadro 3:

Cuadro 3

COSTE DE FINANCIACION BANCARIA						
Año / Divisa	AUD	CAD	EUR	GBP	JPY	USD
2000	6,750%	6,171%	5,464%	6,215%	0,979%	6,964%
2001	5,923%	5,790%	5,094%	5,907%	0,796%	6,132%
2002	5,104%	5,208%	4,418%	5,435%	0,522%	4,698%
2003	5,581%	4,779%	3,973%	5,301%	0,437%	3,923%
2004	5,795%	4,297%	3,525%	5,213%	0,404%	3,938%
2005	5,709%	4,219%	3,326%	5,024%	0,473%	4,644%
2006	6,205%	4,401%	3,813%	5,234%	0,891%	5,263%
2007	7,180%	4,924%	4,815%	6,236%	1,235%	5,776%
2008	6,679%	5,706%	6,973%	8,403%	1,500%	7,837%
2009	5,986%	4,657%	6,386%	8,143%	1,263%	7,223%
2010	6,578%	3,453%	4,333%	6,383%	0,709%	4,603%

Fuente: Bloomberg e Índices de Merrill Lynch

Para el dólar de Hong Kong (HKD), dólar Singapur (SGD) y para el Ringgit Malayo (MYR), hemos acudido a las curvas swap de esas divisas para el plazo de diez años en cada uno de los años y les hemos sumado un spread de crédito (entre 125 y 150 puntos básicos) para el cálculo del coste de emisión de las operaciones de bancos de estos países y en esas divisas.

Cuadro 4

FINANCIACION BANCARIA PARA HKD, SGD Y MYR

Año / Divisa	HKD	SGD	MYR
2005		5,000%	
2007	4,600%		
2009			5,750%

Fuente: Bloomberg

5.4.2.3. EL AHORRO DERIVADO DE LA SUPRESION DE LA AMORTIZACION DE LOS INMUEBLES VENDIDOS

Este dato será objeto de estimación partiendo del valor por el que figuraban en libros los inmuebles vendidos y aplicando el porcentaje de amortización medio de la entidad, TA. Las cuentas anuales ofrecen datos sobre amortización de activos inmobiliarios en su conjunto si bien en ocasiones, puede diferir algo esa media del coeficiente específico que resultaría de aplicación al inmueble vendido, pero a efectos del estudio consideramos que esa diferencia no es significativa. Se ha aplicado la tasa media de amortización de cada entidad correspondiente al año de cierre de la operación.

5.4.2.4. EL AHORRO DERIVADO DE LA NO NECESIDAD DE FINANCIACION DE LOS ACTIVOS

Del mismo modo que hemos considerado que la rentabilidad media de la inversión es el coste medio de la financiación bancaria de las entidades bancarias en esa divisa para el año que se realiza la operación de venta y posterior arrendamiento de los inmuebles, consideramos el mismo dato para el cálculo del coste de financiación, CF, en los términos que acabamos de exponer.

5.4.2.5. EL AHORRO DE CAPITAL

El ahorro de capital, AC, vendrá dado por las plusvalías realizadas por la venta teniendo en cuenta el coste de capital, K, para esa entidad concreta que ha sido calculado utilizando la metodología del modelo CAPM como se ha explicado con anterioridad.

5.4.2.6. NÚMERO DE AÑOS DEL CONTRATO DE ARRENDAMIENTO

Supone un dato relevante para el cálculo del valor presente de la operación. Respecto al mismo, hemos diferenciado a los efectos de nuestro estudio dos aspectos: por un lado en el caso de las operaciones realizadas por entidades sometidas a regulación del FASB, el plazo de obligado cumplimiento ha sido el utilizado para la periodificación contable del beneficio, mientras que para considerar el valor presente de la operación se ha considerado su duración total, incluyendo aquellas prórrogas que razonablemente se ejercerán. En el caso de las entidades que siguen los patrones contables del IASB la plusvalía se ha reconocido el primer año con lo cual esta dato no es relevante a estos efectos si bien, para ver el impacto de la operación a lo largo de la vida se ha aplicado un criterio similar al de las instituciones americanas, considerando también las prórrogas de razonable ejercicio.

5.4.3. EL PLANTEAMIENTO DE LOS CONTRASTES DE LAS HIPOTESIS

Tras el proceso de búsqueda y recopilación de datos, comenzaremos el desarrollo de los contrastes.

Nuestra primera hipótesis partirá de considerar que el impacto económico financiero (IE) de la operación es función de las variables:

- Precio de venta de los inmuebles (PV)
- Valor contable de los inmuebles (VC)
- Rentabilidad de la operación: tipo de interés implícito en el arrendamiento posterior (RL)
- Tasa de amortización de los inmuebles de la entidad financiera (TA)
- Coste de capital de la entidad financiera que realiza la operación (K)
- Tipo de interés aplicable a la inversión (RM)
- Coste anual de la financiación (CF)
- Tipo impositivo aplicado a la plusvalía/minusvalía de la venta (TS)

De forma que (4):

$$(4) \quad IE = -(PV * RL) + \left[[PV - [(PV - VC) * TS]] * RM \right] + (VC * TA) + (VC * CF) + [(PV - VC) * K]$$

Para comprobar que efectivamente el impacto económico es función de las variables mencionadas, se va a estudiar el tipo de relación existente entre la variable dependiente (IE) y el resto de variables mediante:

- el grado de correlación (o grado de asociación) entre las variables, o lo que es lo mismo, el estudio de la variación conjunta de las variables, su intensidad y dirección;
- mediante la regresión lineal o predicción de la variable dependiente (IE) en función de las variables conocidas o independientes.

Sirviéndonos de una ecuación de regresión lineal múltiple, definiremos la función que relaciona las variables independientes con la variable dependiente, tratando de especificar no tanto el coeficiente de cada variable ya que no es objeto de este estudio, si no la forma y el significado de dicha función.

La ventaja principal del análisis de regresión estriba en que resume en una expresión simple gran cantidad de información y permite a la vez conocer o predecir los valores que tomará la variable dependiente supuestos los valores de las independientes, y determinar si la inclusión de dichas variables aporta explicatividad en la variación de la dependiente.

La ecuación de una regresión lineal múltiple es (5):

$$(5) \quad y = a + \sum_{i=1}^n b_i \cdot x_i + \varepsilon$$

dónde:

- a = ordenada en el origen; indica el punto donde la recta de regresión corta el eje de las ordenadas o el valor de 'y' cuando todas las variables independientes 'xi' valen 0.
- i = número de parámetros independientes a tener en cuenta en la regresión.

- b_j = coeficiente angular o pendiente de la recta; representa la cuantía en que varía 'y' cuando 'x_j' varía en una unidad manteniendo el resto de 'x_i' iguales a 0 ($j \in i$)
 - Si $b > 0 \Rightarrow$ la recta es creciente; 'x_j' crece 'y' crece
 - Si $b < 0 \Rightarrow$ la recta es decreciente; 'x_j' decrece 'y' crece
 - Si $b = 0 \Rightarrow$ no existe relación entre 'x_j' e 'y'.
- ε = o residuos, que recoge todo lo que las variables independientes no son capaces de explicar.

Para poder crear un modelo de regresión lineal, es necesario que se cumplan los siguientes supuestos:

- La relación entre las variables es lineal.
- Los errores en la medición de las variables explicativas son independientes entre sí.
- Los errores tienen varianza constante.
- Los errores tienen una esperanza matemática igual a cero (los errores de una misma magnitud y distinto signo son equiprobables).
- El error total es la suma de todos los errores.

Las rectas de regresión son las rectas que mejor se ajustan a la nube de puntos (también llamada diagrama de dispersión) generada por una distribución binomial. Matemáticamente, son posibles dos rectas de máximo ajuste:

- La recta de regresión de Y sobre X (6):

$$(6) \quad y = \bar{y} + \frac{\sigma_{xy}}{\sigma_x^2} (x - \bar{x})$$

- La recta de regresión de X sobre Y (7):

$$(7) \quad x = \bar{x} + \frac{\sigma_{xy}}{\sigma_y^2}(y - \bar{y})$$

La correlación ("r") de las rectas determinará la calidad del ajuste. Si r es cercano o igual a 1, el ajuste será bueno y las predicciones realizadas a partir del modelo obtenido serán muy fiables (el modelo obtenido resulta verdaderamente representativo); si r es cercano o igual a 0, se tratará de un ajuste malo en el que las predicciones que se realicen a partir del modelo obtenido no serán fiables (el modelo obtenido no resulta representativo de la realidad).

El estudio de las variables en relación al impacto económico de la operación, lo llevaremos a cabo tanto para un ejercicio económico, como para la totalidad de la vida de la operación, en cuyo caso pasaremos a considerar una variable más como es la del plazo del contrato de arrendamiento.

Una vez demostrado que el impacto económico es función de las variables consideradas, nuestro siguiente paso será probar que la realización de las operaciones de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios por las entidades de crédito tiene un impacto positivo en su conjunto en a cuenta de resultados.

Para probar esta afirmación procederemos a realizar un contraste de hipótesis. El contraste de hipótesis se basa en hallar el nivel de significación (Ns), que es un valor probabilístico muy pequeño, que se establece con anterioridad a la obtención de los resultados, su función es rechazar la hipótesis nula (H0) a favor de la hipótesis alternativa (Ha) cuando el contraste estadístico de lugar a un valor cuya probabilidad de que ocurra H0 sea menor o igual a Ns. Ns será 0,05 con un nivel de confianza del 95% o 0,01 con un nivel de confianza del 99%.

En este caso, y dado que lo que queremos contrastar es que $IPYG > 0$ recurriremos a un contraste unilateral ya que solo vamos a tener una zona de aceptación y una zona de rechazo. El tamaño de la región de rechazo vendrá dado por el nivel de significación Ns , para nuestros cálculo $Ns=0,01$ puesto que usamos un nivel de confianza del 99%.

Nos serviremos de la utilización de la distribución normal ya que, cuando las muestras de las que se dispone son muestras grandes (mayores a 30 observaciones) como es nuestro caso en que tenemos 124 observaciones, es posible su utilización por ser muy similar a la t de Student. Además el teorema central del límite permite relajar la hipótesis de normalidad ya que la normalidad de la distribución muestral de medias se cumple aunque la población original no sea normal.

Una vez más realizaremos los contrastes para ver el impacto en un ejercicio económico y a lo largo de la vida de la operación.

Analizaremos la correlación existente entre la plusvalía y el ahorro de capital y la plusvalía y el resultado en pérdidas y ganancias, determinando en este último caso qué efecto, el negativo derivado del pago de la renta o el positivo derivado del ahorro de capital, prevalece.

Respecto al plazo, partiremos de considerar que cuanto mayor sea el número de años de la operación, mayor será el valor presente de la operación si bien, los incrementos serán cada vez menores. Para ello construiremos un set de variables que toman movimientos porcentuales en el plazo, de forma que se pueda observar cómo varía el valor presente de las operaciones para cada nuevo plazo. El siguiente paso será convertir en la afirmación que se cumple para la muestra en una afirmación que se cumpla para la población de forma que, una vez probados los datos empíricos, se pueda inferir ese resultado para el conjunto de la población. El método que se utilizará será el del submuestreo aleatorio, construyendo así con los datos obtenidos un intervalo de confianza para la media

de una población. Veremos si la media sobre la que se plantea la demostración, se encuentra dentro de los intervalos de confianza para poder obtener conclusiones sobre nuestra hipótesis inicial, viendo además la forma que reviste el ajuste.

La misma técnica de inferencia estadística aplicaremos para el estudio de la relación del coste de capital con el ahorro derivado de la plusvalía generada en términos de capital.

Finalmente abordaremos el análisis del impacto de las operaciones en las entidades que las realizan a través de aquellos de sus ratios que más vinculados se encuentran con la rentabilidad operativa y por tanto que pueden poner de manifiesto la eficiencia de las operaciones de sale and leaseback.

5.5. PROCESO DE CONTRASTACION Y RESULTADOS OBTENIDOS

5.5.1. DETERMINACION DEL COSTE DE CAPITAL SEGÚN EL MODELO CAPM

Como hemos señalado, siguiendo el modelo CAPM, procederemos a estimar la serie histórica del coste de capital para las distintas entidades de crédito que han realizado este tipo de operaciones y que constituirán la muestra objeto de estudio. Los cálculos se realizarán para todas las entidades, siempre que los datos disponibles así lo permitan, desde el año 1992 hasta el presente de forma que se pueda ver tanto su evolución como la razonabilidad de los datos. Con posterioridad, se utilizarán para cada entidad, los datos correspondientes al año que ha realizado la operación de venta.

Partiendo de la fórmula del coste de capital según el CAPM (8),

$$(8) \quad k = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Donde: k: coste de capital

 Rf: rentabilidad libre de riesgo

 Rm: rendimiento del mercado en su conjunto

β : medida del riesgo sistemático de la acción

Los datos se calcularán semanalmente desde 1992 hasta la actualidad, siempre que las series históricas de datos necesarios se encuentren disponibles desde entonces.

La rentabilidad libre de riesgo será calculada para cada dato partiendo de la media semanal de los años anteriores de la rentabilidad del bono del gobierno

con vencimiento a diez años utilizado como referencia por cada entidad financiera con valores semanales. Dado que vamos a estimar la serie histórica del coste de capital desde el año 1992, las series de rentabilidad de los bonos del tesoro abarcarán desde 1990 hasta la actualidad.

La beta será calculada a partir de una regresión lineal para un periodo de los años anteriores de las variaciones semanales del precio de cada una de las acciones en relación a la variación semanal en el precio del índice que refleja el mercado. Las series temporales tanto de las acciones como de los índices de mercado de referencia serán las mismas que las utilizadas para el cálculo de la rentabilidad libre de riesgo: desde 1990 hasta la actualidad.

Respecto a los tipos de interés e índices bursátiles utilizados para la estimación del coste de capital de cada entidad, se han utilizado los siguientes:

- Entidades financieras europeas: futuro a diez años del bono alemán (bund).⁵⁹
- Entidades financieras americanas, canadienses y asiáticas no japonesas: futuro a diez años del bono americano (T-bond).⁶⁰

⁵⁹ Futuro del bono nocional emitido por el gobierno federal alemán con un plazo entre 8.5 y 10.5 años. El valor por contrato es de 100.000 euros. Vencimiento trimestral en los meses de Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre. Si expira a su vencimiento sin haber cerrado la posición (existe la posibilidad de renegociar la misma posición para el contrato de siguiente vencimiento, haciendo lo que en el sector financiero se conoce como “rollo” de la posición) el inversor corto del contrato de futuro deberá de entregar alguno de los bonos emitidos por el gobierno alemán y que figuran en una lista previamente establecida en la que constan los bonos conocidos como “entregables” y el emisor largo los recibirá. Cotiza en la plataforma electrónica conocida como Euronext.

⁶⁰ Futuro nocional del bono emitido por el tesoro americano a 10 años. El valor por contrato es de 100.000 dólares. Vencimiento trimestral en los meses de Marzo, Junio,

- Entidades financieras australianas: futuro a diez años del bono australiano (australian bond).⁶¹
- Entidades financieras japonesas: futuro a diez años del bono japonés.⁶²

La utilización del derivado de tipo de interés ofrece la ventaja de no tener alteraciones en las series derivadas del cambio de bono utilizado en cada momento como referencia del bono gubernamental en el plazo de diez años que es el tomando en consideración para esta parte del estudio.

Respecto a los índices bursátiles utilizados son los siguientes:

- Entidades financieras europeas: “*Stoxx Europe 600 (Price Index)*”, SXXP, índice de capitalización ponderada de 600 acciones europeas cuya evolución es la representación de las principales empresas de la región europea. El índice tiene base 100 partiendo del 31 de Diciembre de 1991.
- Entidades financieras americanas: “*Standard and Poor’s 500 Index*”, SPX, definido como un índice de capitalización ponderada de 500 valores que representan a los diferentes sectores económicos americanos. Se desarrolla sobre un nivel base de 10 para el periodo 1941-43.
- Entidades financieras australianas: “*Australian All Ordinaries Index*”, ASX, índice de capitalización ponderada por peso de las 500 mayores

Septiembre y Diciembre. Su funcionamiento en cuanto a la liquidación de posiciones es similar al del futuro alemán. Cotiza en el mercado de futuros y opciones más antiguo del mundo (1948): el Chicago Board of Trade (CBOT).

⁶¹ Futuro del bono nocional del Tesoro australiano, con nominal unitario de 100.000 dólares australianos, cupón 6% y vencimiento a 10 años. Cotiza en el mercado conocido como SFE (Sydney Futures Exchange).

⁶² El subyacente de este futuro son bonos emitidos por el gobierno de Japón con vencimiento superior a 7 años e inferior a 11. Cotiza en el TSE (Tokyo Stock Exchange).

compañías listadas en la bolsa de valores australiana. El índice parte de una base de 500 en 1979.

- Entidades financieras canadienses: “*S&P/Toronto Stock Exchange Composite Index*”, SPTSX, índice de capitalización ponderada por peso que refleja la evolución de mercado de las acciones listadas en la bolsa de valores de Toronto. Su base 1000 esta referenciada a 1975.
- Entidades financieras japonesas: “*Nikkei-225 Stock Average*”, NKY, índice de las 225 compañías mejor calificadas en la Primera Sección de la bolsa de valores de Tokyo, ponderadas por su precio. Publicado por primera vez el 16 de Mayo de 1949 con un precio medio de JPY 176,21.
- Entidades financieras asiáticas no japonesas: “*Dow Jones Tiger Titans 50 Index*”, DJTGR, índice que representa la evolución de la mayoría de las grandes empresas asiáticas con libre flotación en los mercados ponderadas por su peso. Incluye únicamente los valores más líquidos. Y “*Hang Seng Composite Index*”, HSCI, que cubre aproximadamente el 95% de la capitalización bursátil de las compañías listadas en la sección principal del la bolsa de Hong Kong. Su base 2000 se encuentra referenciada al 3 de Enero de 2000.

La fuente utilizada para la obtención de los datos de rentabilidad semanal de los distintos futuros de los bonos del gobierno a diez años, el precio de las acciones de cada una de las entidades estudiadas, así como de los índices de mercado señalados, ha sido Bloomberg.

Calculado el coste de capital en los términos señalados, nos hemos encontrado con un inconveniente para dos entidades americanas: Canandaigua National Corp y First National Bancshares Inc. El CAPM como hemos señalado tiene en cuenta las variaciones semanales en precio de la cotización tanto de la propia acción como del mercado de referencia y en estos dos casos, pese a ser

acciones cotizadas, el hecho de que muchos días se hayan limitado a repetir precio por su iliquidez, distorsiona el resultado obtenido. De ahí que solo en estos dos casos hayamos procedido para asegurar la razonabilidad de los datos a un cálculo alternativo de su coste de capital para el ejercicio en que realizan la operación y que ha consistido en ponderar el coste de cada una de estas tres partidas de su balance en función de su peso en el mismo: acciones, preferentes y deuda para obtener un coste razonable.

Procedemos a recoger en cuadro 5 los resultados obtenidos como coste de capital para cada una de las entidades y en cada uno de los ejercicios que han realizado las operaciones.

Cuadro 5

COSTE DE CAPITAL

Banco	Año Venta	Coste capital
Allied Irish Bank	2006	8,83%
Allied Irish Bank	2007	11,50%
Allied Irish Bank	2008	14,06%
Allied Irish Bank	2009	18,53%
Allied Irish Bank	2010	25,83%
ABN Amro	2005	9,17%
ANZ	2008	10,77%
Arbuthnot Banking Group	2006	5,08%
Banco Pastor	2009	8,07%
Banco Popular Español	2008	9,81%
Banco Popular Español	2009	10,58%
Banco Popular Español	2010	12,24%
Banco Sabadell	2009	9,34%
Banco Sabadell	2010	8,20%
Banesto	2010	9,67%
Bank of America	2003	9,10%
Bank of America	2004	7,19%

Fuente: Elaboración propia según CAPM y Bloomberg

Cuadro 5 (Continuación)**COSTE DE CAPITAL**

Banco	Año Venta	Coste capital
Bank of Ireland	2006	7,83%
Bank of Ireland	2007	10,15%
Bank of Montreal	2005	6,61%
Barclays	2006	9,91%
Barclays	2007	12,45%
Barclays	2008	13,32%
Barclays	2009	16,42%
BBVA	2009	11,44%
BBVA	2010	13,54%
Bendigo Bank	2008	11,59%
Benjamin Franklin Bancorp	2006	6,21%
Canandaigua National Corporation	2008	6,82%
Capital Bank	2008	7,83%
Canandian Imperial Bank of Commerce	2000	7,75%
CIMB Group	2009	6,01%
Citigroup	2005	8,90%
Citigroup	2007	12,85%
Citigroup	2008	20,27%
Comunity Valley Bancorp	2008	5,02%
Credit Suisse First Boston	2009	13,56%
DBS Group Holding	2005	6,59%
Deutsche Bank	2003	12,42%
Deutsche Bank	2004	12,42%
Deutsche Bank	2007	11,17%
DahSingFinancial Holding	2007	6,85%
Dresdner Bank	2005	12,01%
First Chester County Corp	2007	5,76%
First National Bancshares	2007	7,12%
Goldman Sachs	2005	10,33%
Halifax	2004	8,85%
Halifax	2006	8,40%

Fuente: Elaboración propia según CAPM y Bloomberg

Cuadro 5 (Continuación)**COSTE DE CAPITAL**

Banco	Año Venta	Coste capital
Harleysville National Corporation	2007	11,93%
Heritage Oaks Bancorp	2007	6,20%
HSBC	2005	6,85%
HSBC	2007	6,85%
HSBC	2009	9,53%
HSBC	2010	10,36%
Independant Bank Corp	2008	9,94%
Indiana Community Bancorp	2007	5,28%
Indymac Bancorp	2007	17,48%
JPMorgan	2006	10,63%
JPMorgan	2007	11,93%
JPMorgan	2009	13,84%
Leesport	2004	5,55%
Merchant Bancshares	2008	7,38%
Merril Lynch	2007	14,85%
Nomura	2008	6,43%
Nordea Bank	2004	8,29%
Old National Bancorp	2006	10,64%
Old National Bancorp	2007	10,58%
Old National Bancorp	2008	9,84%
Old National Bancorp	2009	10,07%
Old National Bancorp	2010	10,95%
Optimumbank Holding	2007	6,75%
Royal Bank of Scotland	2007	9,87%
Regions Financial Corporation	2005	8,12%
Riverview Bancorp	2004	4,84%
Santander	2007	9,05%
Santander	2008	11,22%
Santander Bancorp	2007	11,02%
Shinsei Bank	2008	6,01%
Shores Bancshares	2005	6,58%

Fuente: Elaboración propia según CAPM y Bloomberg

Cuadro 5 (Continuación)**COSTE DE CAPITAL**

Banco	Año Venta	Coste capital
Shores Bancshares	2008	10,50%
St George Bank	2003	7,94%
St George Bank	2004	8,93%
St George Bank	2005	10,04%
St George Bank	2006	9,55%
St George Bank	2007	10,11%
St George Bank	2008	11,71%
Sterling Bancshares Inc	2006	10,09%
Sun Trust Bank	2007	9,86%
Sun Trust Bank	2008	13,75%
Superior Bancorp	2007	10,62%
Superior Bancorp	2008	9,17%
UBS	2008	13,26%
Unicredito	2009	12,70%
United Western Bancorp	2006	6,22%
Valley National Bank	2007	10,31%
Wachovia	2004	8,59%
Wells Fargo	2006	7,72%
Willow Financial Bancorp	2006	5,78%

Fuente: Elaboración propia según CAPM y Bloomberg

Estimado el coste de capital como una de las variables fundamentales para el cálculo del impacto financiero de la operación, es posible determinar el beneficio en la cuenta de pérdidas y ganancias así como el ahorro de capital para las operaciones llevadas a cabo por las diferentes entidades.

5.5.2. EL IMPACTO DE LAS VARIABLES EN RESULTADO ECONOMICO DE LA OPERACIÓN

Antes de seguir avanzando, es preciso señalar que nos hemos centrado únicamente en las variables de naturaleza económica puesto que son las más sencillas de cuantificar y las que en definitiva se relacionan con los aspectos económicos de las operaciones ya que, como se ha visto en el desarrollo teórico existen variables de otra índole que también condicionan el desarrollo de las operaciones como pueden ser las propias restricciones legales para la calificación del arrendamiento como operativo, o los intereses estratégicos de las entidades financieras que, en un momento dado podrían priorizar otros canales de negocio en los que los inmuebles, por ejemplo la red de sucursales, no desempeñen un papel prioritario.

En primer lugar procederemos a reflejar los datos recopilados para cada una de las operaciones realizadas por cada entidad en su año de ejecución. Respecto a los mismos realizamos las siguientes consideraciones:

- El precio de venta de los activos. De los parámetros significativos en esta operativa, varios son función del mismo:
 - La renta que con carácter anual se satisface por los inmuebles, y que vendrá determinada por un tipo de rentabilidad que aplicaremos sobre el valor de mercado inicial del inmueble. En la medida en que la operación debe realizarse a precios de mercado para gozar del tratamiento de un arrendamiento operativo, el precio acordado para la venta es la mejor estimación de dicho valor de mercado. Adicionalmente se aplicará también una revalorización de la renta en función de la inflación y en algunas operaciones y cada cierto número de años una revalorización a mercado de los inmuebles.

$$\text{Renta} = \text{PV} * \text{RV}$$

- El ingreso financiero derivado de la reinversión de lo obtenido será también función del precio de venta, en la medida en que aquel viene determinado por el tipo de reinversión aplicado al neto obtenido por la venta (será necesario descontar el impuesto sobre la plusvalía).

$$\text{Ingreso Financiero} = [\text{PV} - [(\text{PV} - \text{VC}) * \text{TS}] * \text{RM}$$

- El ahorro de capital vendrá dado por la plusvalía y por tanto por la diferencia entre precio de compra y valor contable.

$$\text{Ahorro de capital} = (\text{PV} - \text{VC}) * \text{K}$$

- El valor contable del activo en el momento de su venta. También en este caso, como se ha planteado en el punto anterior, ingreso financiero derivado de la reinversión y ahorro de capital son función de esta variable. Finalmente, el ahorro derivado de la no amortización será función del valor contable.

$$\text{No amortización} = \text{V}_C * \text{T}_A$$

- El plazo de la operación. En él se diferencia lo que hemos llamado un plazo mínimo que se identifica con el de obligado cumplimiento y plazo máximo que incluye las prórrogas pactadas a favor del arrendatario.
- La rentabilidad aplicada para el cálculo de la renta que junto al valor de mercado del inmueble y la inflación de referencia serán los que determinen el importe a satisfacer por el arrendatario periódicamente.
- La tasa de amortización de los inmuebles que junto con el valor contable nos permitirán calcular el ahorro anual por este concepto.

- El coste de capital que aplicado a las plusvalías generadas por la operación nos dará el dato de ahorro de capital.
- El coste de financiación que determinará tanto el ingreso por reinversión de la plusvalía como el tipo de actualización de los flujos para el cálculo de su valor presente y el ahorro derivado de la no necesidad de financiación de estos activos.

Los datos se recogen en los cuadros siguientes incluyendo en el primer bloque la divisa, el importe recibido por la venta, el valor en libros y la plusvalía y en el segundo bloque los plazos, la renta anual y la tasa de amortización aplicada a los inmuebles.

Cuadro 6

DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (1^{er} bloque)

Banco	Año Venta	Divisa	Importe venta*	Valor en libros *	Plusvalía *
Allied Irish Bank	2006	EUR	236,50	69,50	167,00
Allied Irish Bank	2006	EUR	126,00	37,00	89,00
Allied Irish Bank	2006	EUR	41,10	12,10	29,00
Allied Irish Bank	2006	EUR	103,40	30,40	73,00
Allied Irish Bank	2007	EUR	75,00	11,00	64,00
Allied Irish Bank	2008	EUR	3,00	1,00	2,00
Allied Irish Bank	2009	EUR	19,80	12,00	7,80
Allied Irish Bank	2010	EUR	66,00	30,00	36,00
ABN Amro	2005	EUR	175,00	132,00	43,00
ANZ	2008	AUD	98,00	41,00	57,00
ANZ	2008	AUD	27,00	12,00	15,00
Arbuthnot Banking Group	2006	GBP	35,00	22,38	12,62
Banco Pastor	2009	EUR	221,30	114,80	106,50
Banco Popular Español	2008	EUR	38,57	7,35	31,22
Banco Popular Español	2009	EUR	70,00	13,00	57,00

* Importe en millones

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

Cuadro 6 (continuación)

DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (1^{er} bloque)

Banco	Año Venta	Divisa	Importe venta*	Valor en libros *	Plusvalía *
Banco Popular Español	2009	EUR	185,00	26,00	159,00
Banco Popular Español	2009	EUR	113,00	16,00	97,00
Banco Popular Español	2009	EUR	166,00	21,00	145,00
Banco Popular Español	2010	EUR	95,00	14,00	81,00
Banco Popular Español	2010	EUR	68,00	10,00	58,00
Banco Sabadell	2009	EUR	35,70	15,40	20,30
Banco Sabadell	2009	EUR	82,81	35,61	47,20
Banco Sabadell	2010	EUR	403,00	153,00	250,00
Banesto	2010	EUR	124,89	40,89	84,00
Bank of America	2003	USD	498,19	440,61	57,58
Bank of America	2004	USD	357,00	295,00	62,00
Bank of Ireland	2006	EUR	240,00	154,00	86,00
Bank of Ireland	2007	EUR	94,00	61,00	33,00
Bank of Montreal	2005	CAD	57,00	52,00	5,00
Bank of Montreal	2005	CAD	233,00	175,00	58,00
Barclays	2006	GBP	786,00	354,00	432,00
Barclays	2007	GBP	617,00	350,00	267,00
Barclays	2008	GBP	799,00	651,00	148,00
Barclays	2009	GBP	229,00	202,00	27,00
BBVA	2009	EUR	113,00	29,00	84,00
BBVA	2009	EUR	1.150,00	320,00	830,00
BBVA	2010	EUR	40,00	7,00	33,00
BBVA	2010	EUR	364,00	124,00	240,00
Bendigo Bank	2008	AUD	100,00	93,60	6,40
Benjamin Franklin Bancorp	2006	USD	9,73	3,79	5,94
Canandaigua National Corporation	2008	USD	5,46	4,01	1,45
Capital Bank	2008	USD	7,69	7,29	0,40
Canadian Imperial Bank of Commerce	2000	CAD	426,97	260,87	166,10
CIMB Group	2009	MYR	302,45	131,45	171,00
Citigroup	2005	USD	470,00	201,00	269,00

* Importe en millones

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

Cuadro 6 (continuación)

DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (1^{er} bloque)

Banco	Año Venta	Divisa	Importe venta*	Valor en libros *	Plusvalia *
Citigroup	2007	USD	139,40	85,00	54,40
Citigroup	2007	USD	1.575,00	637,00	938,00
Citigroup	2008	USD	100,00	62,00	38,00
Community Valley Bancorp	2008	USD	15,30	9,72	5,58
Credit Suisse First Boston	2009	GBP	147,00	122,00	25,00
DBS Group Holding	2005	SGD	690,00	240,00	450,00
Deutsche Bank	2003	EUR	1.000,00	806,00	194,00
Deutsche Bank	2004	EUR	300,00	191,00	109,00
Deutsche Bank	2007	USD	1.180,00	435,00	745,00
DahSingFinancial Holding	2007	HKD	250,00	148,60	101,40
Dresdner Bank	2005	EUR	2.009,00	1.815,00	194,00
First Chester County Corp	2007	USD	3,50	0,80	2,70
First National Bancshares	2007	USD	5,45	5,38	0,07
First National Bancshares	2007	USD	3,60	4,02	-0,42
Goldman Sachs	2005	GBP	280,00	250,00	30,00
Halifax	2004	GBP	150,00	130,00	20,00
Halifax	2006	GBP	266,14	22,00	244,14
Harleysville National Corporation	2007	USD	39,70	20,80	18,90
Heritage Oaks Bancorp	2007	USD	12,80	9,40	3,40
HSBC	2005	USD	92,60	77,76	14,84
HSBC	2007	EUR	138,00	96,00	42,00
HSBC	2007	GBP	1.090,00	500,00	590,00
HSBC	2010	USD	330,00	175,00	155,00
HSBC	2009	GBP	772,50	422,50	350,00
HSBC	2010	EUR	400,00	256,30	143,70
Independant Bank Corp	2008	USD	32,00	18,80	13,20
Indiana Community Bancorp	2007	USD	3,62	1,62	2,00
Indymac Bancorp	2007	USD	116,00	56,00	60,00
JPMorgan	2006	USD	460,00	299,00	161,00
JPMorgan	2007	USD	380,00	247,00	133,00

* Importe en millones

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

Cuadro 6 (continuación)

DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (1^{er} bloque)

Banco	Año Venta	Divisa	Importe venta*	Valor en libros *	Plusvalía *
JPMorgan	2007	USD	300,00	195,00	105,00
JPMorgan	2009	USD	108,90	70,79	38,12
Leesport	2004	USD	7,80	7,02	0,78
Merchant Bancshares	2008	USD	9,90	5,70	4,20
Merril Lynch	2007	USD	950,00	580,00	370,00
Nomura	2008	GBP	235,00	230,00	5,00
Nordea	2004	EUR	775,00	275,00	500,00
Old National Bancorp	2006	USD	79,00	69,90	9,10
Old National Bancorp	2007	USD	176,30	65,30	111,00
Old National Bancorp	2007	USD	3,40	3,80	-0,40
Old National Bancorp	2008	USD	15,90	12,00	3,90
Old National Bancorp	2009	USD	10,60	9,20	1,40
Old National Bancorp	2010	USD	3,70	2,34	1,36
Optimumbank Holding	2007	USD	0,74	0,74	
Royal Bank of Scotland	2007	GBP	800,00	451,00	349,00
Regions Financial Corporation	2005	USD	21,04	18,24	2,80
Riverview Bancorp	2004	USD	2,47	0,87	1,60
Santander	2007	EUR	458,00	239,20	218,80
Santander	2007	EUR	2.040,00	661,00	1.379,00
Santander	2008	EUR	1.900,00	1.052,00	848,00
Santander Bancorp	2007	USD	37,00	17,00	20,00
Santander Bancorp	2007	USD	25,25	12,65	12,60
Shinsei Bank	2008	JPY	118.000	52.000	66.000
Shores Bancshares	2005	USD	0,91	0,74	0,18
Shores Bancshares	2008	USD	1,30	1,30	
St George Bank	2003	AUD	64,00	39,00	25,00
St George Bank	2004	AUD	51,00	31,00	20,00
St George Bank	2005	AUD	39,00	36,00	3,00
St George Bank	2006	AUD	146,00	105,00	41,00
St George Bank	2006	AUD	20,00	13,00	7,00

* Importe en millones

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

Cuadro 6 (continuación)**DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (1^{er} bloque)**

Banco	Año Venta	Divisa	Importe venta*	Valor en libros *	Plusvalia *
St George Bank	2007	AUD	29,00	19,00	10,00
St George Bank	2008	AUD	47,00	34,00	13,00
Sterling Bancshares Inc	2006	USD	2,92	1,82	1,10
Sterling Bancshares Inc	2006	USD	1,80	0,80	1,00
Sterling Bancshares Inc	2006	USD	28,30	19,28	9,02
Sun Trust Bank	2007	USD	767,50	263,30	504,20
Sun Trust Bank	2008	USD	227,30	62,90	164,40
Sun Trust Bank	2008	USD	18,00	12,70	5,30
Sun Trust Bank	2008	USD	43,60	16,00	27,60
Superior Bancorp	2007	USD	3,00	3,00	
Superior Bancorp	2007	USD	2,45	2,45	
Superior Bancorp	2008	USD	4,25	4,18	0,07
UBS	2008	EUR	186,00	89,00	97,00
Unicredito	2009	EUR	800,00	520,00	280,00
United Western Bancorp	2006	USD	27,25	14,80	12,45
Valley National Bank	2007	USD	18,46	2,56	15,90
Wachovia	2004	USD	410,00	461,00	-51,00
Wells Fargo	2006	USD	370,00	150,00	220,00
Willow Financial Bancorp	2006	USD	11,10	10,38	0,72

* Importe en millones

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

Cuadro 7**DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (2º bloque)**

Banco	Año Venta	Plazo min**	Plazo max**	Renta	Tasa amort
Allied Irish Bank	2006	5	5	1,90%	2,00%
Allied Irish Bank	2006	20	20	5,63%	2,00%
Allied Irish Bank	2006	1	1	2,92%	2,00%
Allied Irish Bank	2006	15	15	3,00%	2,00%

** Años

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

Cuadro 7 (continuación)

DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (2º bloque)

Banco	Año Venta	Plazo min**	Plazo max**	Renta	Tasa amort
Allied Irish Bank	2007	20	20	4,80%	2,00%
Allied Irish Bank	2008	20	20	10,00%	2,00%
Allied Irish Bank	2009	20	20	7,42%	2,00%
Allied Irish Bank	2010	20	20	7,25%	2,00%
ABN Amro	2005	30	30	4,00%	2,80%
ANZ	2008	20	20	8,25%	1,50%
ANZ	2008	24	24	8,35%	1,50%
Arbuthnot Banking Group	2006	15	15	4,86%	2,00%
Banco Pastor	2009	20	20	5,50%	2,50%
Banco Popular Español	2008	10	10	3,78%	2,67%
Banco Popular Español	2009	12,5	12,5	6,00%	2,67%
Banco Popular Español	2009	12,5	12,5	6,06%	2,67%
Banco Popular Español	2009	12,5	12,5	6,00%	2,67%
Banco Popular Español	2009	12,5	12,5	6,10%	2,67%
Banco Popular Español	2010	12,5	12,5	6,15%	2,67%
Banco Popular Español	2010	12,5	12,5	6,25%	2,67%
Banco Sabadell	2009	25	25	6,50%	1,78%
Banco Sabadell	2009	25	25	6,50%	1,78%
Banco Sabadell	2010	25	25	6,65%	1,78%
Banesto	2010	35	35	5,50%	2,50%
Bank of America	2003	20	50	8,35%	2,50%
Bank of America	2004	15	15	8,60%	2,50%
Bank of Ireland	2006	25	25	3,75%	6,50%
Bank of Ireland	2007	25	25	4,26%	6,50%
Bank of Montreal	2005	19	19	8,00%	2,50%
Bank of Montreal	2005	15	15	8,00%	2,50%
Barclays	2006	15	15	4,85%	2,65%
Barclays	2007	15	15	5,00%	2,65%
Barclays	2008	15	15	5,50%	2,65%
Barclays	2009	15	15	6,00%	2,65%

** Años

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

Cuadro 7 (continuación)

DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (2º bloque)

Banco	Año Venta	Plazo min**	Plazo max**	Renta	Tasa amort
BBVA	2009	25	25	6,50%	2,65%
BBVA	2009	32	32	6,50%	2,65%
BBVA	2010	25	25	6,50%	2,65%
BBVA	2010	25	25	6,50%	2,65%
Bendigo Bank	2008	18	18	7,00%	2,50%
Benjamin Franklin Bancorp	2006	15	30	8,22%	2,50%
Canandaigua National Corporation	2008	15	15	7,69%	5,00%
Capital Bank	2008	10	10	8,00%	4,00%
Canandian Imperial Bank of Commerce	2000	10	10	9,60%	2,50%
CIMB Group	2009	15	15	7,00%	2,00%
Citigroup	2005	15	15	6,50%	2,00%
Citigroup	2007	15	15	6,50%	2,00%
Citigroup	2007	13	13	6,30%	2,00%
Citigroup	2008	24	24	6,00%	2,00%
Comunity Valley Bancorp	2008	15	15	7,56%	2,00%
Credit Suisse First Boston	2009	25	35	6,25%	2,07%
DBS Group Holding	2005	8	14	7,50%	2,00%
Deutsche Bank	2003	20	20	5,20%	2,25%
Deutsche Bank	2004	20	20	5,00%	2,25%
Deutsche Bank	2007	15	15	7,50%	2,25%
DahSingFinancial Holding	2007	3	3	1,80%	2,00%
Dresdner Bank	2005	15	15	5,15%	2,25%
First Chester County Corp	2007	15	25	7,57%	2,50%
First National Bancshares	2007	25	30	8,44%	2,50%
First National Bancshares	2007	25	30	10,28%	2,50%
Goldman Sachs	2005	15	15	6,30%	2,00%
Halifax	2004	35	35	5,33%	2,25%
Halifax	2006	35	35	3,01%	2,25%
Harleysville National Corporation	2007	30	30	7,56%	2,50%
Heritage Oaks Bancorp	2007	20	20	7,19%	2,50%

** Años

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

Cuadro 7 (continuación)

DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (2º bloque)

Banco	Año Venta	Plazo min**	Plazo max**	Renta	Tasa amort
HSBC	2005	7	7	4,81%	2,00%
HSBC	2007	20	20	4,72%	2,80%
HSBC	2007	20	20	4,00%	2,80%
HSBC	2010	10	10	6,00%	2,50%
HSBC	2009	17,2	17,2	5,95%	2,50%
HSBC	2010	9	9	6,00%	2,50%
Independant Bank Corp	2008	12,5	12,5	7,19%	2,80%
Indiana Community Bancorp	2007	15	15	8,37%	2,50%
Indymac Bancorp	2007	10	10	8,00%	3,33%
JPMorgan	2006	15	15	5,60%	2,00%
JPMorgan	2007	10	10	6,30%	2,00%
JPMorgan	2007	15	15	7,00%	2,00%
JPMorgan	2009	15	15	7,50%	2,00%
Leesport	2004	20	20	9,01%	2,50%
Merchant Bancshares	2008	10	20	4,88%	2,56%
Merril Lynch	2007	15	15	4,50%	2,50%
Nomura	2008	15	15	5,00%	2,67%
Nordea	2004	25	50	5,50%	1,82%
Old National Bancorp	2006	20	40	8,35%	3,70%
Old National Bancorp	2007	17	37	8,00%	3,70%
Old National Bancorp	2007	5	5	11,76%	3,70%
Old National Bancorp	2008	17,5	17,5	9,43%	3,70%
Old National Bancorp	2009	17,5	17,5	9,43%	3,70%
Old National Bancorp	2010	17,5	17,5	9,00%	3,70%
Optimumbank Holding	2007	7	7	7,15%	2,50%
Royal Bank of Scotland	2007	26	26	5,50%	2,10%
Regions Financial Corporation	2005	15	15	8,24%	2,00%
Riverview Bancorp	2004	6	6	7,24%	2,00%
Santander	2007	48	48	4,51%	2,70%
Santander	2007	46	46	4,95%	2,70%

** Años

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

Cuadro 7 (continuación)

DATOS RELEVANTES PARA EL ESTUDIO (2º bloque)

Banco	Año Venta	Plazo min**	Plazo max**	Renta	Tasa amort
Santander	2008	40	40	4,34%	2,70%
Santander Bancorp	2007	15	25	7,27%	2,50%
Santander Bancorp	2007	15	25	8,29%	2,50%
Shinsei Bank	2008	3	3	3,73%	3,70%
Shores Bancshares	2005	20	20	9,32%	4,00%
Shores Bancshares	2008	12	12	10,15%	4,00%
St George Bank	2003	15	15	6,70%	2,50%
St George Bank	2004	5	15	6,70%	2,50%
St George Bank	2005	15	15	7,69%	2,50%
St George Bank	2006	15	25	8,22%	2,50%
St George Bank	2006	5	20	9,50%	2,50%
St George Bank	2007	15	15	6,90%	2,50%
St George Bank	2008	15	15	10,00%	2,50%
Sterling Bancshares Inc	2006	14	14	7,50%	2,50%
Sterling Bancshares Inc	2006	14	14	7,50%	2,50%
Sterling Bancshares Inc	2006	13,8	13,8	7,50%	2,50%
Sun Trust Bank	2007	10	50	7,20%	2,50%
Sun Trust Bank	2008	10	50	7,20%	2,50%
Sun Trust Bank	2008	10	50	7,20%	2,50%
Sun Trust Bank	2008	10	50	7,20%	2,50%
Superior Bancorp	2007	14	29	7,80%	4,00%
Superior Bancorp	2007	15	30	5,52%	4,00%
Superior Bancorp	2008	13	23	7,74%	4,00%
UBS	2008	45	45	6,00%	2,50%
Unicredito	2009	18	18	7,15%	2,50%
United Western Bancorp	2006	10	10	4,77%	3,33%
Valley National Bank	2007	20	20	7,31%	2,50%
Wachovia	2004	20	20	6,92%	2,50%
Wells Fargo	2006	20	20	6,75%	2,50%
Willow Financial Bancorp	2006	15	15	5,41%	3,33%

** Años

Fuente: Información contable y pública de las entidades.

5.5.2.1. ANALISIS DE LAS VARIABLES EN UN EJERCICIO ECONOMICO

Comenzamos nuestro análisis con el estudio de la relación existente entre la variable dependiente y el resto de las variables, recordando que:

- Variable dependiente: IE, Impacto Económico
- Variables independientes:
 - PV, Precio de venta
 - VC, Valor contable
 - RL, Renta
 - TA, Tasa de amortización
 - K, Coste de capital
 - CF_RM, Coste de capital, Tipo de reinversión
 - TS, Tipo impositivo
- Número de observaciones: 124

La herramienta estadística que utilizaremos a partir de ahora para el tratamiento de los datos será el SPSS Statistics 17.0.

En esta primera fase por tanto, nuestro trabajo se va a centrar en el análisis de las variables en relación al impacto financiero en un ejercicio económico. Es necesario señalar que, puesto que la legislación contable que sigue el marco conceptual FASB difiere de la del IASB en materia de reconocimiento y contabilización de la plusvalía en la cuenta de resultados, para no distorsionar los resultados con este factor, hemos considerado exclusivamente el impacto económico resultante del resultado ordinario del ejercicio al que añadimos el ahorro derivado del consumo de capital.

Y partimos de un análisis descriptivo de las variables:

Cuadro 8

ESTADISTICAS DESCRIPTIVAS			
VARIABLES	MEDIA	DESVIACION ESTANDAR	N
IE	17,788800	35,512520	124
PV	254,249800	408,761070	124
VC	137,768600	244,948170	124
RL	0,066300	0,017690	124
TA	0,026200	0,007750	124
K	0,100300	0,031340	124
CF_RM	0,056800	0,013410	124
TS	0,250000	0,000000	124

Fuente: Elaboración propia

Como TS es una variable constante para todas las observaciones (TS = 25%), no va a aportar explicatividad ya que supone simplemente un cambio de escala, por tanto la eliminamos del análisis. Se observa que la desviación típica de TS es 0 dado que es constante.

Vamos a comenzar con la bondad de ajuste de la ecuación que relacionaría todas las variables independientes con la variable dependiente. Tomadas juntas todas las variables independientes incluidas en el análisis explican un 83% de la varianza de la variable impacto económico, pues R^2 corregida = 0,83, tal y como aparece en el cuadro 9.

Cuadro 9**Resumen del modelo(b)**

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
1	,916 ^a	0,839	0,83	14,62596

a. V. Independientes: (Constante), CF_RM, TA, PV, K, RL, VC

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

El estadístico F contrasta la hipótesis nula de que el valor poblacional de R es cero y, por tanto, nos permite decidir si existe relación lineal significativa entre la variable dependiente y el conjunto de variables independientes tomadas juntas. Como se puede apreciar en el cuadro 10, el valor del nivel crítico Sig. =0,000 indica que sí existe relación lineal significativa. Podemos afirmar por tanto, que el hiperplano definido por la ecuación de regresión ofrece un buen ajuste a la nube de puntos.

Cuadro 10**VARIANZA(b)**

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
1 Regression	130091,57	6	21681,928	101,356	,000 ^a
Residual	25028,51	117	213,919		
Total	155120,07	123			

a. V. Independientes: (Constante), CF_RM, TA, PV, K, RL, VC

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

El siguiente paso consiste en comprobar que el modelo mejora a medida que se van incluyendo variables, para ello empezamos considerando las variables

que mayor correlación con el impacto económico tienen, para verificar si el error típico de la estimación va disminuyendo (con lo cual mejora) conforme se incluyen nuevas variables y si el estadístico F nos sigue arrojando como resultado una relación lineal significativa.

Para ello se calcula la correlación de las variables explicativas con la variable dependiente: consideraremos la correlación de Pearson (índice que mide la relación lineal entre dos variables aleatorias cuantitativas independientemente de su escala de medida), la correlación de Kendall (coeficiente de correlación por rangos) y la de Spearman (coeficiente de datos ordenados). Los resultados aparecen recogidos en el cuadro 11:

Cuadro 11

Correlaciones					
		IE			IE
Pearson	PV	0,887	Kendall's tau_b	PV	0,771
	VC	0,786		VC	0,708
	RL	-0,376		RL	-0,496
	TA	-0,031		TA	-0,064
	K	0,098		K	0,190
	CF_RM	0,066		CF_RM	-0,078
	IE	1,000		IE	1,000
Spearman's rho	PV	0,913			
	VC	0,874			
	RL	-0,687			
	TA	-0,088			
	K	0,281			
	CF_RM	-0,106			
	IE	1,000			

Fuente: Elaboración propia

Bajo los tres tipos de correlación, las variables más relacionadas con el impacto económico independientemente del signo son: PV, VC, RL, K, CF_RM y TA. Y este será el orden que seguiremos para ir incluyendo las variables en el modelo.

Paso 1: Construcción del modelo de regresión con una variable independiente

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV

Cuadro 12

Paso 1: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
1	,887 ^a	0,788	0,786	16,4366226

a. V. Independientes: (Constante), PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 13

Paso1: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
1 Regression	122160,24	1	122160,242	452,173	,000 ^a
Residual	32959,83	122	270,163		
Total	155120,07	123			

a. V. Independientes: (Constante), PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

El modelo explica una parte del impacto económico pero es susceptible de mejora incluyendo otras variables.

Paso 2: Construcción del modelo de regresión con dos variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC

Cuadro 14

Paso 2: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
2	,889 ^a	0,791	0,787	16,3823299

a. V. Independientes: (Constante), VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 15

Paso 2: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
2 Regression	122646,01	2	61323,003	228,493	,000 ^a
Residual	32474,07	121	268,381		
Total	155120,07	123			

a. V. Independientes: (Constante), VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

La mejora derivada de la introducción en el modelo de la variable, valor contable es limitada.

Paso 3: Construcción del modelo de regresión con tres variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC, RL

Cuadro 16

Paso 3: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
3	,891a	0,794	0,789	16,31187

a. V. Independientes: (Constante), RL, VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 17

Paso 3: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
3 Regression	123190,83	3	41063,611	154,33	,000 ^a
Residual	31929,24	120	266,077		
Total	155120,07	123			

a. V. Independientes: (Constante), RL, VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

Paso 4: Construcción del modelo de regresión con cuatro variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC, RL, K

Cuadro 18

Paso 4: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
4	,892a	0,796	0,789	16,30339

a. V. Independientes: (Constante), K, RL, VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 19

Paso 4: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
4 Regression	123489,83	4	30872,457	116,149	,000 ^a
Residual	31630,25	119	265,800		
Total	155120,07	123			

a. V. Independientes: (Constante), K, RL, VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

Paso 5: Construcción del modelo de regresión con cinco variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC, RL, K, CF_RM

Cuadro 20

Paso 5: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
5	,915 ^a	0,837	0,830	14,65376

a. V. Independientes: (Constante), CF_RM K, RL, VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 21

Paso 5: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
5 Regression	129781,62	5	25956,324	120,877	,000 ^a
Residual	25338,46	118	214,733		
Total	155120,07	123			

a. V. Independientes: (Constante), CF_RM K, RL, VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

La introducción de la variable coste de financiación y rendimiento de la reinversión mejora significativamente la explicación aportada por el modelo.

Paso 6: Construcción del modelo de regresión con seis variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC, RL, K, CF_RM, TA

Cuadro 22

Paso 6: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
6	,916a	0,839	0,830	14,62596

a. V. Independientes: (Constante), TA, CF_RM K, RL, VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 23

Paso 6: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
6 Regression	130091,57	6	21681,928	101,356	,000 ^a
Residual	25028,51	117	213,919		
Total	155120,07	123			

a. V. Independientes: (Constante), TA, CF_RM K, RL, VC, PV

b. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

Resumiendo en una sola tabla con información todos los pasos realizados para construir la recta de regresión múltiple se observa que:

Cuadro 24

RESUMEN DE LOS PASOS REALIZADOS

Modelo	R² Ajustado	Error típico	F	Sig.
1	0,786	16,436623	452,173	,000 ^a
2	0,787	16,382330	228,493	,000 ^a
3	0,789	16,311870	154,333	,000 ^a
4	0,789	16,303390	116,149	,000 ^a
5	0,830	14,653760	120,877	,000 ^a
6	0,830	14,625960	101,356	,000 ^a

Fuente: Elaboración propia

Hay que destacar que, atendiendo al error típico de los residuos, éste ha ido disminuyendo conforme se introducían las variables en el modelo.

Por otro lado, el valor del nivel crítico de todos los pasos, nos permite concluir que la ecuación de regresión estimada ofrece buen ajuste, y si nos fijamos en el valor del estadístico F, dicho estadístico mejora según se incluyen las variables.

Aunque nuestro objetivo no es determinar el valor b_i , es decir el valor del parámetro de cada variable explicativa, sí que vamos a realizar una prueba de significación para contrastar la hipótesis nula de que ningún coeficiente es igual a cero. Un coeficiente con valor indica ausencia de relación lineal, de modo que los coeficientes significativamente distintos de cero nos indican las variables relevantes en la ecuación de regresión.

Observando el nivel crítico asociado a cada prueba t, vemos que las variables PV, RL y CF_RM poseen coeficientes significativamente distintos de cero (en todas Sig.< 0,05). Todas ellas por tanto contribuyen de forma significativa a explicar lo que ocurre con el impacto económico (nuestra variable dependiente). Sin embargo las variables VC, TA y K tienen niveles críticos por encima de 0,05 lo que quiere decir que no contribuyen con un 95% de confianza a explicar esta variable, si bien, como hemos visto anteriormente su inclusión tampoco le resta significatividad al modelo, y por tanto podemos decir que es correcta su inclusión en el mismo.

Cuadro 25

COEFICIENTES ^a

Modelo	Error típico	t	Sig.
1 (Constant)	9,104	-2,522	0,013
PV	0,008	10,505	0,000
VC	0,013	-1,13	0,261
RL	82,677	-2,983	0,003
TA	172,274	1,204	0,231
K	43,980	0,031	0,975
CF_RM	105,655	5,353	0,000

a. Variable dependiente: IE

Fuente: Elaboración propia

El siguiente paso importante es el análisis de los residuos (ε). Su verdadero interés hay que buscarlo en el hecho de que el análisis de los mismos nos proporciona información crucial sobre el cumplimiento de varios supuestos del

modelo de regresión lineal: independencia, homocedasticidad, normalidad y linealidad.

Uno de los supuestos básicos del modelo de regresión lineal es el de independencia entre los residuos. El estadístico de Durbin-Watson nos proporciona información sobre el grado de independencia existente entre ellos (9):

$$(9) \quad DW = \frac{\sum_{i=2}^n (e_i - e_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n e_i^2}$$

donde e_i se refiere a los residuos (10):

$$(10) \quad e_i = Y_i - \hat{Y}_i$$

El estadístico DW oscila entre 0 y 4, y toma el valor 2 cuando los residuos son independientes, los valores menores que 2 indican autocorrelación positiva, y los mayores de 2 autocorrelación negativa, por tanto al 95% podemos asumir independencia de los residuos si estos se encuentran entre 1,5 y 2,5.

Cuadro 26

DURBIN-WATSON

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error Típico	Variación estadísticos					Durbin- Watson
					Var R ²	Var F	df1	df2	Var Sig. F	
1	,916 ^a	0,839	0,83	14,62596	0,839	101,356	6	117	0,000	1,802

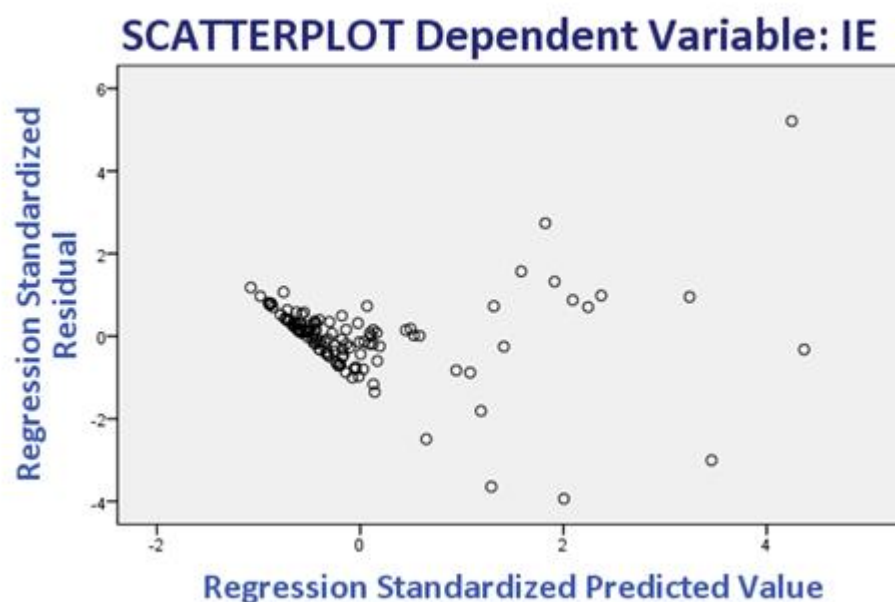
a. Variables independientes: (Constant), CF_RM, TA, PV, K, RL, VC

b. Variable dependiente: IE

Puesto que $DW = 1.802$ se encuentra entre 1,5 y 2,5 podemos asumir que los residuos son independientes.

Observando el diagrama de dispersión (gráfico 13) podemos ver que, los residuos y los pronósticos parecen ser independientes ya que la nube de puntos no tiene una clara tendencia ni lineal ni de ningún otro tipo, aunque si se observa ligera concentración en valores pequeños, este tipo de concentración podría “arreglarse” haciendo alguna transformación a la variable dependiente, tal como la raíz cuadrada, el logaritmo,... pero no resta significatividad a la afirmación anteriormente realizada sobre la explicación del impacto económico por las variables definidas.

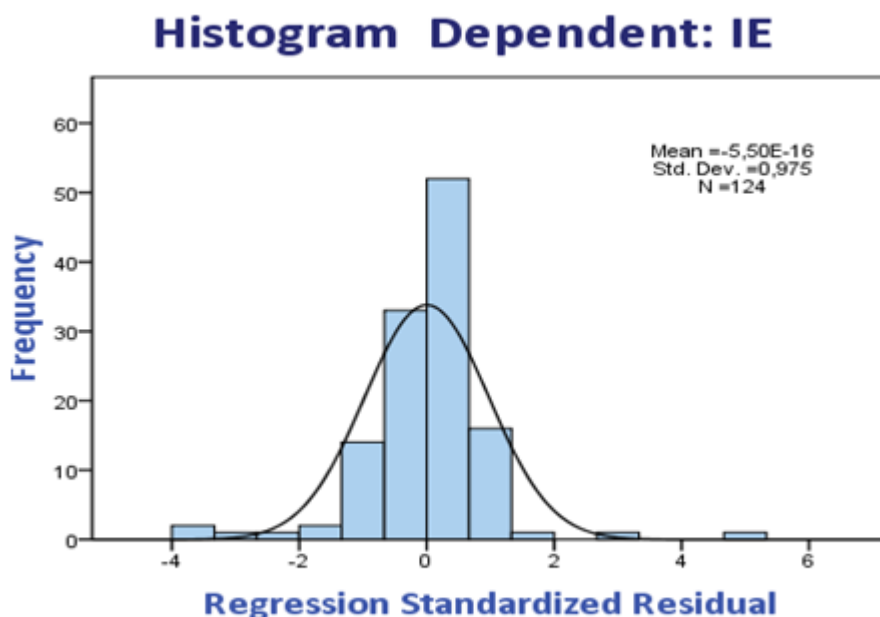
Gráfico 13



Fuente: Elaboración propia

Con respecto a la normalidad, el histograma de residuos tipificados, con la distribución normal superpuesta nos indica que la distribución acumula más casos de los que existen en una normal y que es algo asimétrica (6 de la cola derecha), esto se corresponde con la existencia de algún valor atípico, en cualquier caso no son demasiados ya que el perfil se ajusta a la distribución $N(0,1)$.

Gráfico 14



Fuente: Elaboración propia

Por tanto, podemos concluir que el impacto económico (variable dependiente) de las operaciones de sale and leaseback es función de las variables independientes consideradas. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que la primera variable considerada, el precio de venta, explica una parte importante del beneficio ordinario que se produce en un ejercicio económico derivado de esta operativa. Su peso es importante dado que una parte importante del ahorro de capital viene por la plusvalía generada que será mayor cuanto más elevado sea el precio de venta y por otro lado, el factor negativo del pago de la renta como hemos señalado también viene explicado por esta variable al ser el resultado de aplicar el tipo de rentabilidad exigida al precio de mercado (precio de venta del inmueble). Las otras dos variables que tienen una correlación elevada con el impacto económico: el valor contable (78.6% correlación de Pearson) y la renta (-37.6% correlación de Pearson), aunque en menor medida también aportan explicación al modelo (incrementan la R^2 corregida y disminuyen el error).

Mucha menor es la aportación del coste de capital, ya que de los dos elementos del ahorro de capital (coste de capital y plusvalía) el que más pesa a la hora de contribuir positivamente al resultado es el precio de venta pero dado que, junto con el coste de financiación y la tasa de amortización tienen una aportación positiva, los consideraremos.

En el caso del tipo impositivo, debería de tener también un impacto en el resultado si se hubiera considerado el real pero dada la imposibilidad de acceder a esa información, ya que no depende solo de un tipo genérico del impuesto de sociedades en cada país, sino que pueden existir beneficios y bonificaciones fiscales y numerosas particularidades en la legislación correspondiente, al asumir un tipo del 25%, se presenta como una constante que, desde el punto de vista del modelo no permite explicar nada.

5.5.2.2. ANALISIS DE LAS VARIABLES A LO LARGO DE LA VIDA DE LA OPERACIÓN

Continuamos nuestro estudio por el análisis de la relación existente entre la variable dependiente y el resto de las variables pero considerando ahora el efecto que tiene lugar a lo largo de todo el periodo de vigencia de la operación. Así:

- Variable dependiente: IELP (Impacto económico Largo Plazo)
- Variables independientes: PV, VC, N, RL, TA, K, CF_RM y N
- Número de observaciones: 124

Procedemos por tanto, en este momento a tomar en consideración una variable más, N, que representa el plazo de la operación expresado en número de años.

Consideramos ahora el análisis de las variables en relación al impacto económico a lo largo de toda la vida de la operación, procediendo a la estimación de ese impacto descontando todos los flujos generados de forma que podemos calcular un valor presente de la operación. En este caso, sí tendremos en cuenta la aportación de la plusvalía dado que, aunque en distintos momentos de la vida de la operación, los dos patrones contables proceden a su reconocimiento de una u otra forma. Así en las operaciones sometidas a normativa IASB la plusvalía que pudiera derivarse de la venta del inmueble se reconocerá en el año de cierre de la operación mientras que en el caso de las transacciones sujetas a la regulación del FASB, procederemos a su periodificación contable a lo largo de la vida de la operación.

Comenzamos realizando un análisis descriptivo de las variables en los términos que figuran en el cuadro 27:

Cuadro 27**ESTADISTICAS DESCRIPTIVAS**

VARIABLES	MEDIA	DESVIACION ESTANDAR	N
IELP	452,123952	955,692425	124
PV	254,249758	408,761075	124
VC	137,768629	244,948165	124
RL	0,066250	0,017690	124
TA	0,026221	0,007753	124
K	0,100307	0,031343	124
CF_RM	0,056842	0,013410	124
N	20,629032	10,963619	124

Fuente: Elaboración propia

Como TS es una variable constante para todas las observaciones (TS = 25%), no va a aportar mayor explicación ya que supone simplemente un cambio de escala, y por tanto no la hemos considerado en este análisis.

Vamos a comenzar con la bondad de ajuste de la ecuación que relacionaría todas las variables independientes con la variable dependiente. Tomadas juntas todas las variables independientes incluidas en el análisis explican un 86% de la varianza de la variable impacto económico, pues R^2 corregida = 0,863

Cuadro 28**Resumen del modelo(b)**

Modelo	R	R^2	R^2 Ajustado	Error típico
1	,933 ^a	0,871	0,863	354,02105

a. V. Independientes: (Constante), N, TA, RL, K, VC, CF_RM, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

El estadístico F contrasta la hipótesis nula de que el valor poblacional de R es cero y, por tanto, nos permite decidir si existe relación lineal significativa entre la variable dependiente y el conjunto de variables independientes tomadas juntas. Como se puede apreciar en el cuadro 29, el valor del nivel crítico Sig. =0,000 indica que sí existe relación lineal significativa. Podemos afirmar por tanto, que el hiperplano definido por la ecuación de regresión ofrece un buen ajuste a la nube de puntos.

Cuadro 29

VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
1 Regression	97800000	7	13970000	111,48	,000a
Residual	14540000	116	125331		
Total	112300000	123			

a. V. Independientes: (Constante), N, TA, RL, K, VC, CF_RM, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Continuamos comprobando que el modelo mejora a medida que se van considerando variables, para lo que empezamos incluyendo las variables que mayor correlación con el impacto económico tienen, para ver si el error típico de la estimación va disminuyendo en cada paso y si el estadístico F nos sigue arrojando como resultado relación lineal significativa.

Calcularemos como en el análisis anterior, la correlación de las variables explicativas con la variable dependiente: correlación de Pearson y correlaciones de Kendall y Spearman. Los resultados aparecen recogidos en el cuadro 30:

Cuadro 30

Correlaciones					
		IELP			IELP
Pearson	PV	0,870	Kendall's tau_b	PV	0,848
	VC	0,680		VC	0,742
	RL	-0,321		RL	-0,429
	TA	-0,042		TA	-0,074
	K	0,070		K	0,195
	CF_RM	0,034		CF_RM	-0,060
	N	0,331		N	0,157
	IELP	1,000		IELP	1,000
Spearman's rho	PV	0,964			
	VC	0,907			
	RL	-0,592			
	TA	-0,108			
	K	0,296			
	CF_RM	-0,083			
	N	0,222			
	IELP	1,000			

Fuente: Elaboración propia

Bajo los tres tipos de correlación, las variables más relacionadas con el impacto económico independientemente del signo son: PV y VC. En el caso de la métrica de Pearson que será la del orden que seguiremos, continúan N, RL y K. En el caso de Kendall y Spearman el orden será RL, K y N, para terminar la serie en las tres con TA y CF_RM.

Paso 1: Construcción del modelo de regresión con una variable independiente:

Variable dependiente: IELP

Variable independiente: PV

Cuadro 31

Paso 1: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
1	,870 ^a	0,757	0,755	473,48948

a. V. Independientes: (Constante), PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 32

Paso1: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
1 Regression	84990000	1	84990000	379,1	,000 ^a
Residual	27350000	122	224192		
Total	112300000	123			

a. V. Independientes: (Constante), PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Paso 2: Construcción del modelo de regresión con dos variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC

Cuadro 33

Paso 2: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
2	,912 ^a	0,832	0,829	395,40463

a. V. Independientes: (Constante), VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 34

Paso 2: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
2 Regression	93420000	2	46710000	298,78	,000 ^a
Residual	18920000	121	156345		
Total	112300000	123			

a. V. Independientes: (Constante), VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Paso 3: Construcción del modelo de regresión con tres variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC, N

Cuadro 35

Paso 3: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
3	,923 ^a	0,852	0,848	372,26899

a. V. Independientes: (Constante), N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 36

Paso 3: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
3 Regression	95710000	3	31900000	230,21	,000 ^a
Residual	16630000	120	138584		
Total	112300000	123			

a. V. Independientes: (Constante), N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Paso 4: Construcción del modelo de regresión con cuatro variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC, N, RL

Cuadro 37

Paso 4: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
4	,923 ^a	0,852	0,847	373,60456

a. V. Independientes: (Constante), RL, N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 38

Paso 4: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
4 Regression	95730000	4	23930000	171,46	,000 ^a
Residual	16610000	119	139580		
Total	112300000	123			

a. V. Independientes: (Constante), RL, N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Paso 5: Construcción del modelo de regresión con cinco variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC, N, RL, K

Cuadro 39

Paso 5: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
5	,923 ^a	0,852	0,846	375,06506

a. V. Independientes: (Constante),K, RL, N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 40

Paso 5: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
5 Regression	95740000	5	19150000	136,12	,000 ^a
Residual	16600000	118	140674		
Total	112300000	123			

a. V. Independientes: (Constante),K, RL, N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Paso 6: Construcción del modelo de regresión con seis variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC, N, RL, K, TA

Cuadro 41

Paso 6: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
6	,924 ^a	0,853	0,846	375,62557

a. V. Independientes: (Constante), TA, K, RL, N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 42

Paso 6: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
6 Regression	95830000	6	15970000	113,2	,000 ^a
Residual	16510000	117	141095		
Total	112300000	123			

a. V. Independientes: (Constante), TA, K, RL, N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Paso 7: Construcción del modelo de regresión con seis variables independientes

Variable dependiente: IE

Variable independiente: PV, VC, N, RL, K, TA, CF_RM

Cuadro 43

Paso 7: Resumen del modelo(b)

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error típico
7	,933a	0,871	0,863	354,02105

a. V. Independientes: (Constante), CF_RM, TA, K, RL, N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 44

Paso 7: VARIANZA(b)

Modelo	Suma de cuadrados	df	Promedio cuadrados	F	Sig.
7 Regression	97800000	7	13970000	111,48	,000 ^a
Residual	14540000	116	125331		
Total	112300000	123			

a. V. Independientes: (Constante), CF_RM, TA, K, RL, N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

Resumiendo en una sola tabla con información todos los pasos realizados para construir la recta de regresión múltiple se observa que:

Cuadro 45

RESUMEN DE LOS PASOS REALIZADOS

Modelo	R² Ajustado	Error típico	F	Sig.
1	0,755	473,489480	379,096	,000 ^a
2	0,829	395,404630	298,776	,000 ^a
3	0,848	372,268990	230,213	,000 ^a
4	0,847	373,604560	171,463	,000 ^a
5	0,846	375,065060	136,120	,000 ^a
6	0,846	375,625570	113,203	,000 ^a
7	0,863	354,021050	111,480	,000 ^a

Fuente: Elaboración propia

De los resultados se desprende que el error típico de los residuos va disminuyendo en los pasos 1 a 3 y en el 7. Por tanto, las variables RL, K y TA no contribuyen a mejorar el modelo a diferencia de lo que ocurre cuando se realiza este mismo ejercicio para un solo ejercicio económico, aunque realmente las diferencias en los niveles de R² y en los errores típicos en esos pasos son muy reducidas. Las variables que siguen manteniendo más fuerza desde esta perspectiva son el precio de venta, el valor contable, el plazo de la operación y el coste de financiación.

Con estas consideraciones, se puede concluir que la ecuación de regresión estimada ofrece buen ajuste, y si nos fijamos en el valor del estadístico F, dicho estadístico mejora según se incluyen las variables.

Si realizamos una prueba de significación para contrastar la hipótesis nula de que ningún coeficiente es igual a cero, observando el nivel crítico asociado a cada prueba t, vemos que las variables PV, VC, N y CF_RM poseen coeficientes significativamente distintos de cero (en todas Sig.< 0,005). Todas ellas por tanto contribuyen de forma significativa a explicar lo que ocurre con el impacto económico (nuestra variable dependiente). Sin embargo las variables TA, RL y K tienen niveles críticos por encima de 0,05 lo que quiere decir que no contribuyen con un 95% de confianza a la explicación de esta variable.

Cuadro 46

COEFICIENTES ^a

Modelo	Error típico	t	Sig.
1 (Constant)	221,00	-3,235	0,002
PV	0,20	16,147	0,000
VC	0,33	-7,039	0,000
N	3,07	3,887	0,000
RL	2010,11	-1,360	0,177
K	1074,01	-0,519	0,605
TA	4176,37	0,660	0,511
CF_RM	2562,40	3,964	0,000

a. Variable Dependiente: IELP

Fuente: Elaboración propia

El siguiente paso importante es el análisis de los residuos (ϵ) para verificar el cumplimiento de varios supuestos del modelo de regresión lineal: independencia, homocedasticidad, normalidad y linealidad.

Comenzamos con la comprobación de la independencia de los residuos en el modelo de regresión lineal para lo que recurrimos al estadístico de Durbin-Watson (11):

$$(11) \quad DW = \frac{\sum_{i=2}^n (e_i - e_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n e_i^2}$$

donde e_i se refiere a los residuos (12):

$$(12) \quad e_i = Y_i - \hat{Y}_i$$

Cuadro 47

DURBIN-WATSON

Modelo	R	R ²	R ² Ajustado	Error Típico	Variación estadísticos					Durbin- Watson
					Var R ²	Var F	df1	df2	Var Sig. F	
1	,933 ^a	0,871	0,863	354,02105	0,871	111,48	7	116	0,000	1,757

a. V. Independientes: (Constante), CF_RM, TA, K, RL, N, VC, PV

b. Variable Dependiente: IELP

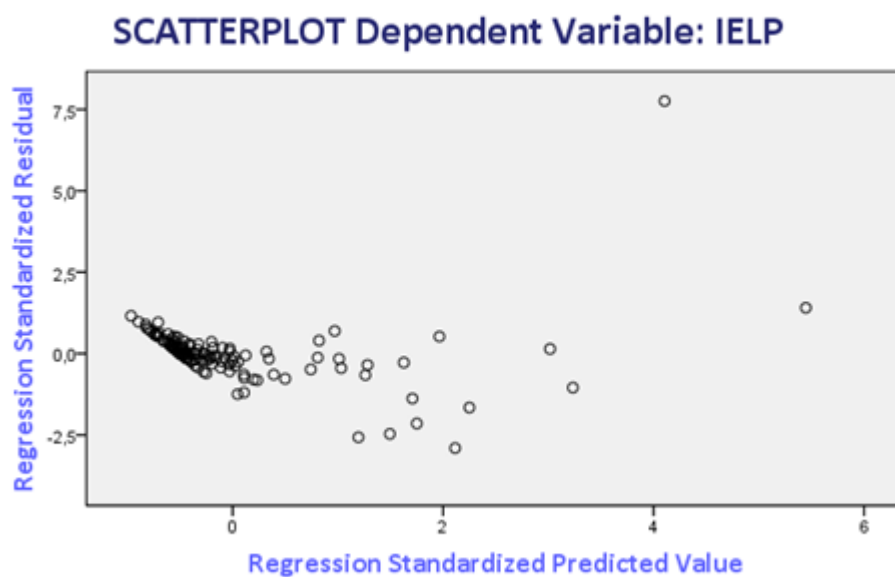
Fuente: Elaboración propia

Puesto que $DW = 1.757$ se encuentra entre 1,5 y 2,5 podemos asumir que los residuos son independientes.

Observando el diagrama de dispersión (gráfico 15) podemos ver que, los residuos y los pronósticos parecen ser independientes ya que la nube de puntos no tiene una clara tendencia ni lineal, ni de ningún otro tipo, aunque si se observa ligera concentración en valores pequeños, este tipo de concentración podría “arreglarse” haciendo alguna transformación a la variable dependiente, tal como la

raíz cuadrada, el logaritmo,... pero no resta significatividad a la afirmación anteriormente realizada de explicación del impacto económico por las variables definidas.

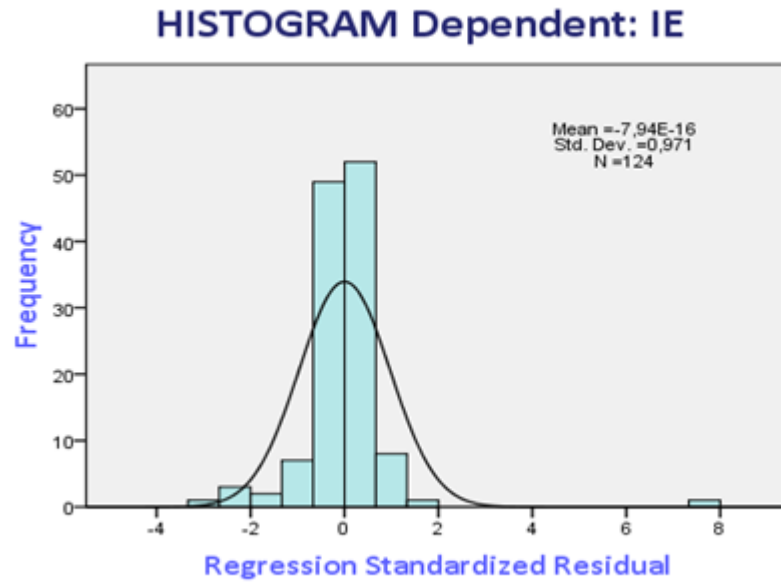
Gráfico 15



Fuente: Elaboración propia

Con respecto a la normalidad, el histograma de residuos tipificados, con la distribución normal superpuesta nos indica que la distribución acumula más casos de los que existen en una normal y que es algo asimétrica (cola derecha), esto se corresponde con la existencia de algún valor atípico, en cualquier caso no son demasiados ya que el perfil se ajusta a la distribución $N(0,1)$.

Gráfico 16



Fuente: Elaboración propia

Por tanto, podemos concluir que el impacto económico (variable dependiente) de las operaciones de sale and leaseback a lo largo de la vida de la operación, es función de las variables independientes consideradas. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que la primera variable considerada, el precio de venta, sigue teniendo un peso importante a lo largo de la vida de la operación junto con el valor contable y una nueva variable que es el plazo de la operación.

5.5.3. ANALISIS DEL IMPACTO ECONOMICO DE LAS OPERACIÓN DE SALE AND LEASEBACK

5.5.3.1. IMPACTO EN EL EJERCICIO DE EJECUCION DE LA OPERACION

La realización de las operaciones de sale and leaseback tiene un impacto positivo en su conjunto en el resultado ordinario de las entidades financieras que las realizan en el año de su ejecución.

Como hemos señalado vamos a proceder a realizar el contraste unilateral de la hipótesis formulada y por tanto, el contraste para la media de una población normal con varianza desconocida cuando la muestra es en nuestro caso de 124 operaciones.

Comenzamos con una suposición a priori del valor de la media de la población, suponemos que es positivo y que cualquier operación de sale and leaseback impacta positivamente en los resultados de la entidad. Después utilizamos la media de la muestra (\bar{x}) calculada con las observaciones que tenemos.

Planteamiento del contraste:

1.- Planteamiento de las hipótesis nula (H_0) y alternativa (H_a):

H_0 : el impacto económico medio de las operaciones de sale and leaseback es positivo $\rightarrow \mu > 0$ ($\mu_0 = 0$)

H_a : el impacto medio en PYG de operaciones de sale and leaseback no es positivo $\rightarrow \mu \leq 0$

2.- Nivel de confianza ($N_c = 99\%$) y nivel de significación ($N_s = 1\%$)

3.- Estadístico del contraste (13):

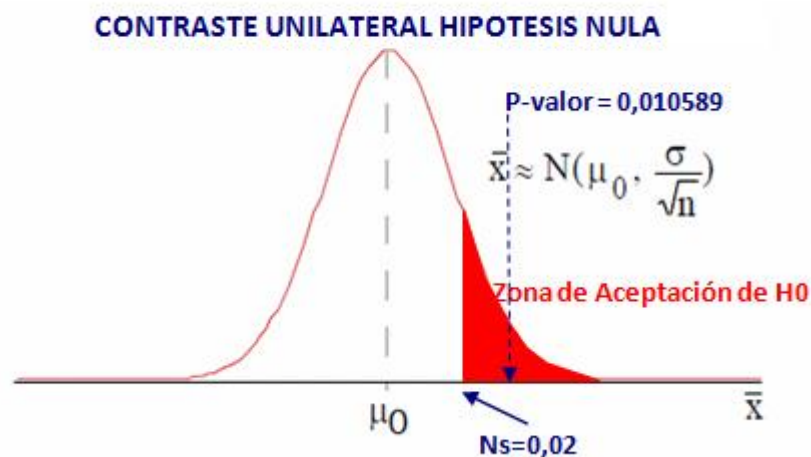
$$(13) \quad Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{s/\sqrt{n}} \Rightarrow Z = \frac{17,79 - 0}{35,51/\sqrt{124}} = 5,577$$

4.- Se calcula el p-valor como (14):

$$(14) \quad P(Z) = P\left(\frac{\bar{x} - \mu_0}{s/\sqrt{n}}\right) \Rightarrow P(Z) = P\left(\frac{17,79 - 0}{35,51/\sqrt{124}}\right) = P(5,577) = 0,010589$$

5.- Como el p-valor es ligeramente superior que el nivel de significación fijado en 0,01 se puede determinar que no existe evidencia empírica suficiente para aceptar la hipótesis nula, por tanto la rechazamos y aceptaríamos la alternativa, es decir, el impacto económico de realizar una operación de sale and leaseback puede ser negativo o nulo. Si replanteamos el contraste para un nivel de confianza del 98% y uno de significación del 2%, no hay evidencia empírica suficiente para aceptar la hipótesis alternativa con lo cual se acepta la nula que implica que el impacto económico en el ejercicio de las operaciones de sale and leaseback es positivo. La representación queda recogida en el gráfico 17:

Gráfico 17



Si el mismo contraste lo planteamos para los resultados obtenidos el primer año de la operación incluyendo el efecto extraordinario de la plusvalía, el p-valor es menor que el nivel de significación fijado en el 0.01 y se puede determinar que no hay evidencia empírica para aceptar la hipótesis alternativa por lo que aceptamos que el impacto económico, incluyendo el efecto de la plusvalía es positivo en el año en que se ejecuta la operación.

El estadístico del contraste sería (15):

$$(15) \quad Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}} \Rightarrow Z = \frac{109,68 - 0}{234,23 / \sqrt{124}} = 5,2145$$

Calculamos el p-valor como (16):

$$(16) \quad P(Z) = P\left(\frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}}\right) \Rightarrow P(Z) = P\left(\frac{109,68 - 0}{234,23 / \sqrt{124}}\right) = P(5,2145) = 0,0015419$$

Si planteamos semejantes análisis para considerar exclusivamente el resultado en la cuenta de resultados prescindiendo del ahorro en el consumo de capital, los resultados que obtendríamos serían los siguientes:

Si no consideramos el efecto extraordinario de la plusvalía (17):

$$(17) \quad Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}} \Rightarrow Z = \frac{8,70 - 0}{20,11 / \sqrt{124}} = 4,8171$$

Se calcula el p-valor como (18):

$$(18) \quad P(Z) = P\left(\frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}}\right) \Rightarrow P(Z) = P\left(\frac{8,70 - 0}{20,11 / \sqrt{124}}\right) = P(4,8171) = 0,0194736$$

Por tanto aceptaremos la hipótesis nula solo para un nivel de significación del 2% y confianza del 98%.

Y si consideramos el efecto extraordinario de la plusvalía (19):

$$(19) \quad Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}} \Rightarrow Z = \frac{100,6 - 0}{215,03 / \sqrt{124}} = 5,20949$$

Se calcula el p-valor como (20):

$$(20) \quad P(Z) = P\left(\frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}}\right) \Rightarrow P(Z) = P\left(\frac{100,6 - 0}{215,03 / \sqrt{124}}\right) = P(5,20949) = 0,0016814$$

En este caso, sí podemos afirmar que el impacto en pérdidas y ganancias teniendo en cuenta el extraordinario que supone la plusvalía, con un nivel de confianza del 99% y para una significación del 1% es positivo.

Por tanto, la contribución de las operaciones de sale and leaseback es positiva en el año de su ejecución, la evidencia empírica nos permite realizar esta información con un nivel de confianza del 98% y un nivel de significación del 2% en caso de no tener en cuenta el impacto extraordinario que supone la plusvalía, tanto si consideramos el ahorro por el consumo de capital como si no. Por otro lado, incorporar el efecto plusvalía, nos conduce a poder realizar la afirmación con un nivel de confianza del 99% y uno de significación del 1%.

5.5.3.2. IMPACTO A LO LARGO DE LA VIDA DE LA OPERACION

Planteamiento del contraste:

H0: el impacto económico medio de las operaciones de sale and leaseback es positivo a lo largo de la vida de la operación $\rightarrow \mu > 0 \quad (\mu_0 = 0)$

Ha: el impacto medio en PYG de operaciones de sale and leaseback a lo largo de la vida de la operación no es positivo $\rightarrow \mu \leq 0$

Contemplamos también las cuatro combinaciones analizadas para un solo año, aplicadas al conjunto de la vida de la operación de forma que:

1. – Impacto económico total incluyendo ahorro de capital y sin plusvalía (21):

$$(21) \quad Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}} \Rightarrow Z = \frac{335,64 - 0}{772,5 / \sqrt{124}} = 4,838277$$

Se calcula el p-valor como (22):

$$(22) \quad P(Z) = P\left(\frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}}\right) \Rightarrow P(Z) = P\left(\frac{335,64 - 0}{772,5 / \sqrt{124}}\right) = P(4,838277) = 0,0004711$$

Por tanto aceptamos la hipótesis nula

2.- Impacto económico total sin incluir ahorro de capital ni plusvalía (23):

$$(23) \quad Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}} \Rightarrow Z = \frac{198,81 - 0}{519,65 / \sqrt{124}} = 4,260211$$

Se calcula el p-valor como (24):

$$(24) \quad P(Z) = P\left(\frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}}\right) \Rightarrow P(Z) = P\left(\frac{198,81 - 0}{519,65 / \sqrt{124}}\right) = P(4,260211) = 0,0000715$$

Por tanto aceptamos la hipótesis nula

3.- Impacto económico total sin incluir ahorro de capital pero sí la plusvalía (25):

$$(25) \quad Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}} \Rightarrow Z = \frac{315,29 - 0}{683,05 / \sqrt{124}} = 5,14$$

Se calcula el p-valor como (26):

$$(26) \quad P(Z) = P\left(\frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}}\right) \Rightarrow P(Z) = P\left(\frac{315,29 - 0}{683,05 / \sqrt{124}}\right) = P(5,14) = 0,0005268$$

Por tanto aceptamos la hipótesis nula

4.- Impacto económico total considerando el ahorro de capital y la plusvalía (27):

$$(27) \quad Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}} \Rightarrow Z = \frac{452,12 - 0}{955,69 / \sqrt{124}} = 5,268058$$

Se calcula el p-valor como (28):

$$(28) \quad P(Z) = P\left(\frac{\bar{x} - \mu_0}{s / \sqrt{n}}\right) \Rightarrow P(Z) = P\left(\frac{452,12 - 0}{955,69 / \sqrt{124}}\right) = P(5,268058) = 0,0003742$$

Por tanto aceptamos la hipótesis nula.

En resumen, de los resultados obtenidos de los cuatro contrastes podemos concluir que la realización de las operaciones de sale and leaseback contribuyen positivamente en su conjunto desde una perspectiva económica y financiera para las entidades bancarias que las realizan con un nivel de confianza del 99% y un nivel de significación del 1%.

5.5.4. ESTABLECIMIENTO DE RELACIONES ENTRE LAS VARIABLES PARA SU VERIFICACIÓN EMPIRICA

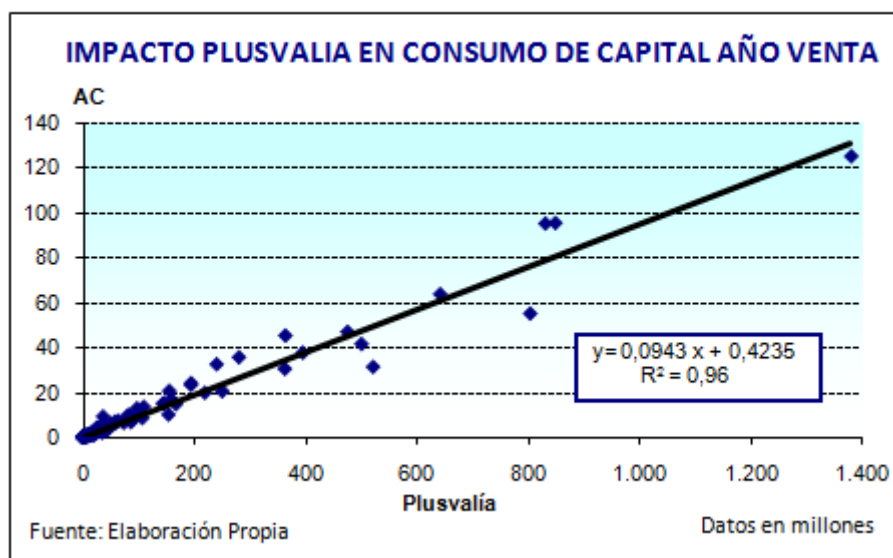
Avanzando en la relación entre las variables, nuestro siguiente paso será probar una serie de relaciones entre las variables.

5.5.4.1. PLUSVALIA

Respecto a la misma distinguimos dos afirmaciones, la primera en relación con el consumo de capital y la segunda con la cuenta de pérdidas y ganancias.

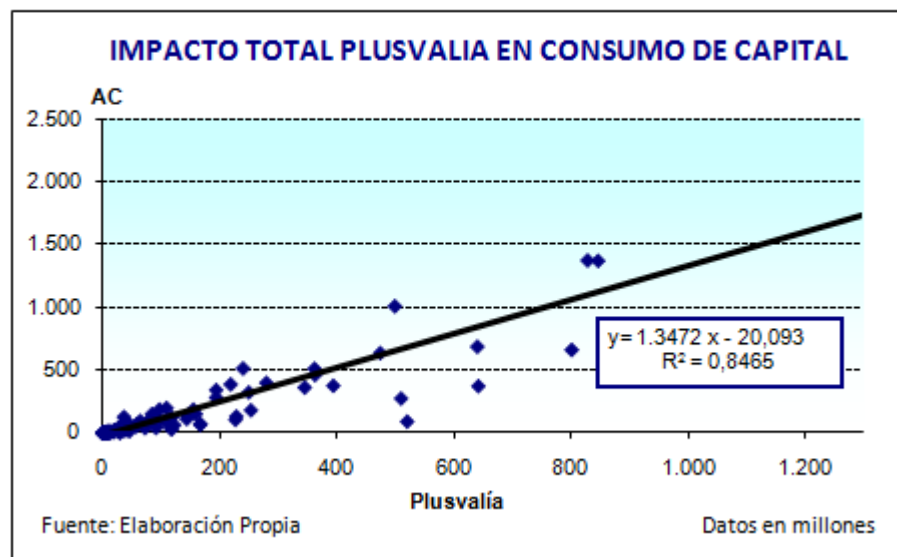
Respecto a la primera de ellas, planteamos que cuanto mayor es la plusvalía generada, mayor es el impacto en el ahorro de capital que tiene lugar. Con este objetivo consideraremos tanto el impacto en el consumo de capital del primer año en el que se realiza la operación como a lo largo de toda la vida de la misma. Para poder concluir esta afirmación será necesaria la existencia de una correlación positiva y fuerte. Así en el primer año nos encontramos con que el coeficiente de correlación es del 98% con el siguiente resultado:

Gráfico 18



El coeficiente de correlación se reduce, si bien sigue siendo muy elevado hasta alcanzar el 92.07%% si consideramos el impacto de la plusvalía en el consumo de capital a lo largo de la vida de la operación.

Gráfico 19



Por tanto si podemos concluir que esta hipótesis es cierta.

Respecto a la relación de la plusvalía generada con la cuenta de pérdidas y ganancias partíamos del hecho de que genera dos efectos contrapuestos: el negativo por la renta a pagar que será en función del nuevo valor de mercado y el positivo derivado de la reinversión y el ahorro de capital. Si realizamos un ejercicio similar al anterior para determinar la relación existente entre la plusvalía y la renta nos encontramos también correlaciones elevadas y crecientes como demuestran los gráficos 20 y 21. Así el coeficiente de correlación será un 92.53% para el primer año y un 83.60% para toda la vida de la operación.

Gráfico 20

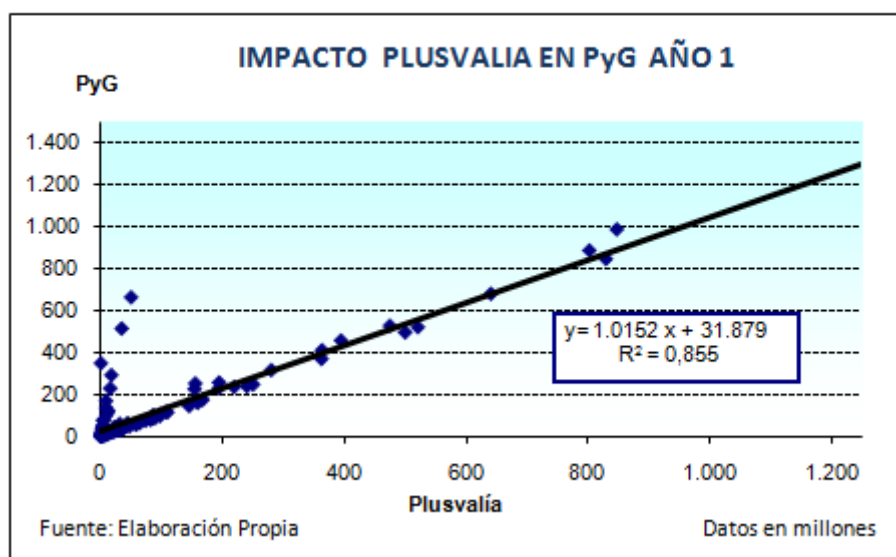
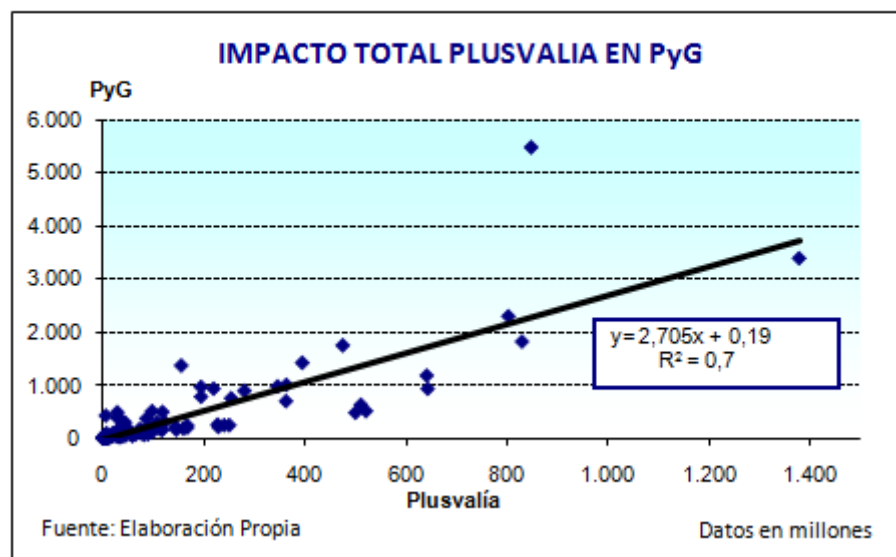


Gráfico 21



5.5.4.2. PLAZO

Respecto al plazo, partimos de considerar que, cuanto mayor es, mayor será el valor presente de la operación hasta un determinado punto. Los incrementos serán cada vez menores y llegará un momento en que el valor presente empezará a decrecer.

En epígrafes anteriores hemos planteado como, cuanto mayor es la plusvalía generada más elevado es el impacto en el ahorro de capital que tiene lugar. Sin embargo, en este punto y considerada la operación en su conjunto, es decir teniendo en cuenta otra variable importante como es la plazo del contrato de arrendamiento, se constata que tienen lugar dos efectos contrapuestos: si bien una mayor plusvalía genera mayores beneficios por el ahorro de capital, también se observa que su impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias a lo largo de la vida de la operación es menos favorable o incluso podría llegar a tener un signo negativo; una elevada plusvalía supone que los inmuebles se encontraban valorados en libros muy por debajo de su valor de mercado, la renta a pagar a partir de este momento se calculará siempre a partir de este último lo que unido, a que el ahorro por coste de amortización y de financiación a valor contable será sensiblemente reducido, hace que lo obtenido por la reinversión unido a estas dos partidas pueda no llegar a compensar el importe de la renta a pagar anualmente y por tanto tener un impacto negativo en la cuenta de pérdidas y ganancias.

A continuación procederemos a contrastar si la afirmación realizada en cuanto al comportamiento de la variable número de años es cierta (de forma que a mayor plazo, mayor valor presente de la operación), pero también trataremos de verificar como la pendiente de la recta tangente a la curva observada del valor presente, se vuelve más plana conforme se alarga el plazo de la misma. Es decir, es creciente pero cada vez menos.

Dado que cada operación tiene un plazo fijado a la hora de realizarse, se construye un nuevo set de variables que toma movimientos porcentuales en el plazo, estos movimientos son iguales para todas las operaciones, de este modo se puede observar cómo varía el valor presente de la operación (lo designaremos como NPV⁶³) para cada nuevo plazo.

Además, para que todas las operaciones tengan igual importancia se realiza una media simple (sin ponderar) de los NPV para cada uno de los tramos contruidos.

De este modo obtenemos la siguiente media muestral para cada tramo con su correspondiente crecimiento medio por cada variación de un 10% en el plazo de la operación:

Cuadro 48

MEDIAS MUESTRALES PARA VARIACIONES EN EL PLAZO DE LAS OPERACIONES

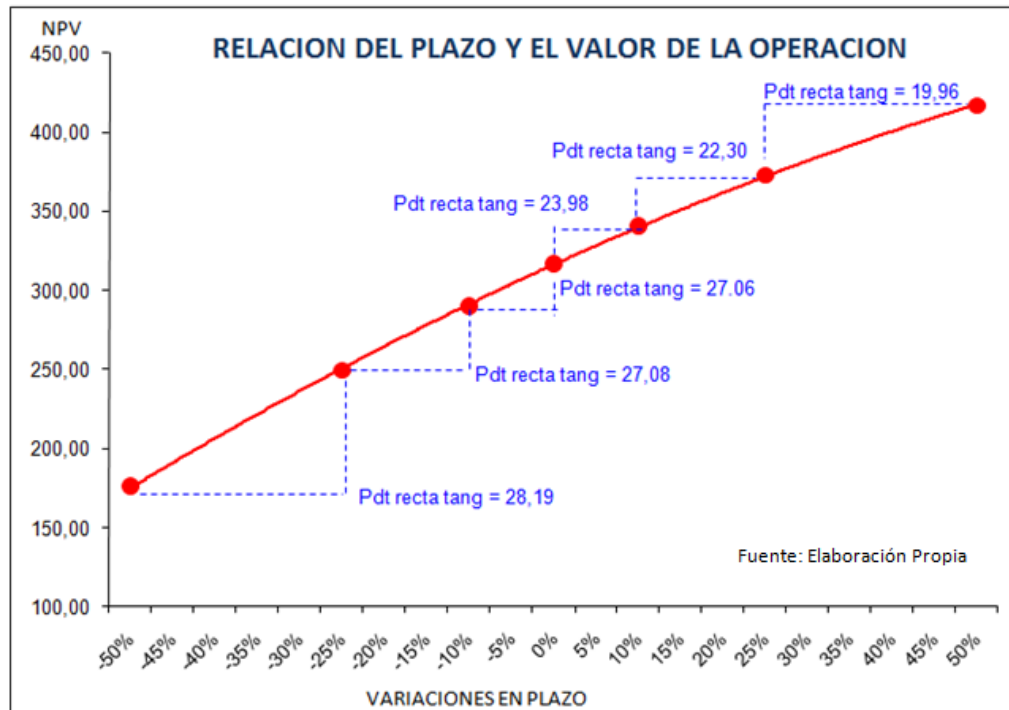
	N-50%	N-25%	N-10%	N	N+10%	N+25%	N+50%
MEDIA muestral	176,12	249,36	289,93	317,06	341,03	372,80	416,84
Crecimiento cada 10%	28,19	27,08	27,06	0,00	23,98	22,30	19,96

Fuente: Elaboración propia

Si estos datos se llevan a un gráfico se observa de manera más sencilla la afirmación establecida al principio:

⁶³ Utilizaremos el acrónimo inglés de Net Present Value

Gráfico 22



El siguiente paso es por tanto, convertir la afirmación que se cumple para la muestra en una afirmación que se cumpla para la población; así, una vez probados los datos empíricos queremos inferir este resultado al conjunto de la población, pero como sólo disponemos de datos de una muestra, se necesitan algunos medios para poder sacar conclusiones acerca de esa población. Los conceptos y técnicas que satisfacen esta necesidad constituyen la inferencia estadística.

En este caso vamos a hacer una estimación intervalar; esta estimación consta de dos puntos definidores de un intervalo (límites de confianza), que según nuestras estimaciones contienen el parámetro poblacional que nos interesa, en este caso podemos estimar el parámetro μ dentro de un intervalo a y b, en el que a y b se obtienen de observaciones de la muestra y podemos afirmarlo a un nivel de confianza determinado.

El principal objetivo de la estadística inferencial consiste en precisar el valor desconocido de los parámetros poblacionales a partir de los resultados obtenidos en muestras.

Gracias a la teoría del error muestral podemos resolver la discrepancia existente entre valores muestrales y poblacionales. Para ello construimos intervalos dentro de los cuáles para un nivel de confianza prefijado podemos asegurar que se encontrará el verdadero valor del parámetro poblacional.

Estudiando el estadístico obtenido en la muestra y su error típico podemos determinar por las propiedades de la curva normal a qué distancia máxima se encontrará el verdadero valor; dicha distancia constituirá el intervalo dentro del cual podemos asegurar que se encuentra el valor poblacional.

En base a los datos empíricos, vamos a construir el intervalo de confianza para la media de una población.

Partimos de la población de valor presente generado por el total de la operaciones de sale and leaseback, de la cual no conocemos ni la media ni la desviación típica σ , pero de la que si tenemos una muestra de 124 elementos. Vamos a hacer un submuestreo de 31 submuestras (el mínimo suficiente para poder aplicar criterios de normalidad) de 62 elementos (elegimos 62 elementos porque se corresponde con el 50% de la muestra inicial y así se obtiene suficiente representatividad). Cada una de estas muestras tiene a su vez una media (\bar{x}). Se puede demostrar que la media de todas las medias muestrales coincide con un nivel de confianza con la media poblacional: $\mu_{\bar{x}} = \mu$

Cuadro 49

SUBMUESTREO

	NPV-50%	NPV-25%	NPV-10%	NPV	NPV+10%	NPV+25%	NPV+50%
Submuestra 1	124,94	180,35	210,86	230,75	248,94	276,57	322,52
Submuestra 2	219,63	308,07	354,33	385,12	414,00	445,33	483,33
Submuestra 3	263,10	369,39	427,30	465,78	499,66	542,46	595,94
Submuestra 4	206,97	288,06	333,33	362,59	387,88	418,90	451,00
Submuestra 5	216,22	301,99	351,40	383,12	411,08	447,47	487,29
Submuestra 6	153,89	216,97	252,73	276,42	298,10	321,63	361,29
Submuestra 7	99,07	144,06	168,59	184,38	198,17	218,32	253,92
Submuestra 8	136,07	195,10	228,55	251,92	271,52	300,90	349,55
Submuestra 9	163,66	232,57	270,88	295,97	317,70	351,44	407,22
Submuestra 10	155,11	221,58	255,45	278,79	300,28	322,30	363,11
Submuestra 11	208,63	293,29	341,85	374,40	402,18	438,47	477,59
Submuestra 12	114,50	164,24	194,55	214,09	229,28	253,63	291,32
Submuestra 13	194,75	275,75	321,76	353,08	380,01	423,18	474,08
Submuestra 14	188,01	264,72	306,33	335,08	360,02	395,36	437,55
Submuestra 15	97,43	142,96	168,78	187,71	202,29	225,73	264,60
Submuestra 16	124,45	178,57	208,08	228,34	246,94	273,91	319,33
Submuestra 17	175,59	249,36	291,22	318,48	341,67	377,12	418,07
Submuestra 18	176,51	249,99	290,05	318,52	345,22	381,19	423,78
Submuestra 19	176,74	249,71	289,31	316,02	341,36	376,78	418,29
Submuestra 20	158,90	224,46	263,77	289,61	311,45	347,20	383,06
Submuestra 21	135,51	193,61	226,63	248,52	267,02	297,14	346,42
Submuestra 22	238,74	334,43	385,68	419,48	450,99	487,05	531,15
Submuestra 23	185,10	259,13	300,48	328,64	353,33	390,61	431,85
Submuestra 24	204,98	290,24	340,38	372,10	398,67	433,49	488,23
Submuestra 25	107,74	157,36	184,22	203,66	221,13	245,56	288,86
Submuestra 26	200,33	283,34	328,74	359,83	387,53	419,52	456,13
Submuestra 27	117,46	166,96	193,28	212,37	229,35	250,29	286,68
Submuestra 28	212,44	299,53	348,83	380,65	407,74	442,04	480,25
Submuestra 29	147,47	208,49	243,76	266,80	286,00	316,36	347,31
Submuestra 30	100,04	145,28	171,40	188,68	204,26	227,93	266,89
Submuestra 31	120,90	176,56	207,67	228,98	245,49	270,51	313,66
Media muestral (x)	165,32	234,39	272,91	298,71	321,27	352,21	394,20
Desviación muestral (s)	44,84	61,09	69,95	75,56	80,77	85,99	87,56

Fuente: Elaboración propia

Pero además, si el tamaño de las muestras es lo suficientemente grande ($n > 30$), la distribución de medias muestrales es, prácticamente, una distribución normal (o gaussiana) con media μ y una desviación típica dada por la siguiente expresión (28):

$$(28) \quad \sigma_{\bar{x}} = \frac{\sigma}{\sqrt{n}}.$$

Lo cual podemos representar como (29):

$$(29) \quad \bar{X} \sim N\left(\mu, \frac{\sigma}{\sqrt{n}}\right)$$

Si estandarizamos, se sigue que (30):

$$(30) \quad \frac{X - \mu}{\frac{\sigma}{\sqrt{n}}} = Z \sim N(0,1)$$

En una distribución $Z \sim N(0, 1)$ puede calcularse fácilmente un intervalo dentro del cual caigan un determinado porcentaje de las observaciones, esto es, es sencillo hallar z_1 y z_2 tales que $P[z_1 \leq z \leq z_2] = 1 - \alpha$, donde $(1 - \alpha) \cdot 100$ es el porcentaje deseado (gracias a las tablas de la distribución normal).

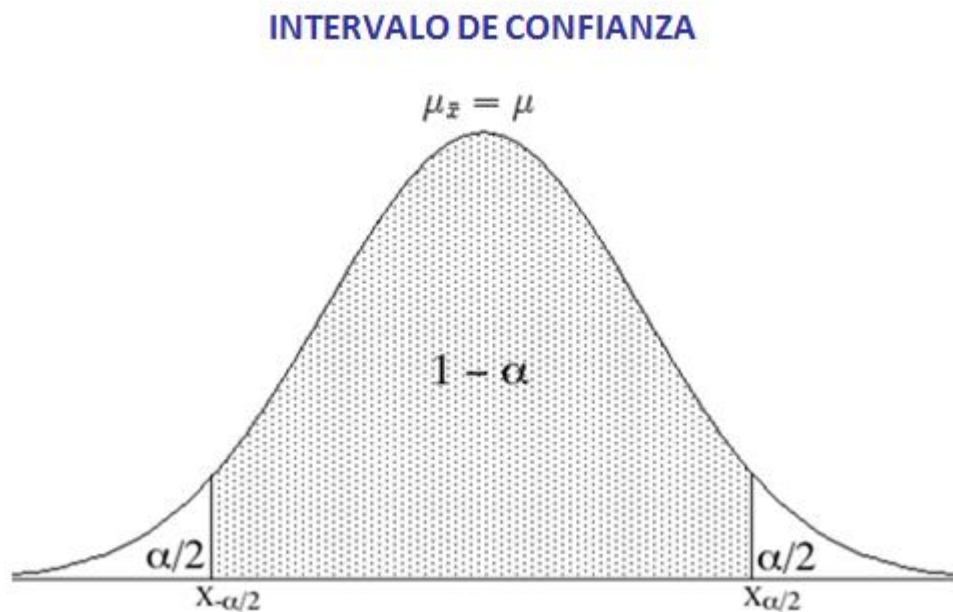
Se desea obtener una expresión tal que (31):

$$(31) \quad P[\mu_1 \leq \mu \leq \mu_2] = 1 - \alpha$$

En esta distribución normal de medias se puede calcular el intervalo de confianza donde se encontrará la media poblacional si sólo se conoce una media muestral (\bar{x}), con una confianza determinada. Habitualmente se manejan valores de confianza del 95 y del 99 por ciento. A este valor se le llamará $1 - \alpha$ (debido a que α es el error que se cometerá, un término opuesto).

Para ello necesitaremos calcular el punto $X_{\alpha/2}$, mejor dicho, su versión estandarizada $Z_{\alpha/2}$, junto con su "opuesto en la distribución" $X - \alpha/2$. Estos puntos delimitan la probabilidad para el intervalo, como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 23



Dicho punto es el número tal que (32):

$$(32) \quad P[\bar{x} \geq X_{\alpha/2}] = P[z \geq z_{\alpha/2}] = \alpha/2$$

Y en la versión estandarizada se cumple que: $z - \alpha/2 = -z_{\alpha/2}$

Así (33),

$$(33) \quad P\left[-z_{\alpha/2} \leq \frac{\bar{x} - \mu}{\frac{\sigma}{\sqrt{n}}} \leq z_{\alpha/2}\right] = 1 - \alpha$$

Haciendo operaciones es posible despejar μ para obtener el intervalo (34):

$$(34) \quad P\left[\bar{x} - z_{\alpha/2} \frac{\sigma}{\sqrt{n}} \leq \mu \leq \bar{x} + z_{\alpha/2} \frac{\sigma}{\sqrt{n}}\right] = 1 - \alpha$$

De lo cual se obtendrá el intervalo de confianza (35):

$$(35) \quad \left(\bar{x} - z_{\alpha/2} \frac{\sigma}{\sqrt{n}}, \bar{x} + z_{\alpha/2} \frac{\sigma}{\sqrt{n}} \right)$$

Como no se conoce σ y n es grande (habitualmente se toma $n \geq 30$) (36):

$$(36) \quad \left(\bar{x} - z_{\alpha/2} \frac{s}{\sqrt{n}}, \bar{x} + z_{\alpha/2} \frac{s}{\sqrt{n}} \right)$$

donde s es la desviación típica de una muestra.

Aproximaciones para el valor $z_{\alpha/2}$ para los niveles de confianza estándar son:

1,96 para $1 - \alpha = 95\%$

2,576 para $1 - \alpha = 99\%$

Si utilizamos el nivel de confianza más restrictivo, 99%, con los datos de nuestro muestreo obtenemos los siguientes intervalos de confianza:

Por ejemplo para NPV-50% (37) :

$$\left. \begin{array}{l} \bar{x} = 152,60 \\ s = 32,54 \\ z_{\alpha/2} = 2,576 \\ n = 31 \end{array} \right\} \Rightarrow \left(165,32 - 2,576 \frac{44,84}{\sqrt{31}} ; 165,32 + 2,576 \frac{44,84}{\sqrt{31}} \right) \Rightarrow (144,57 ; 186,06) \quad (37)$$

Para el resto de plazos de la operación se hace el mismo modo obteniéndose los siguientes intervalos de confianza:

Cuadro 50

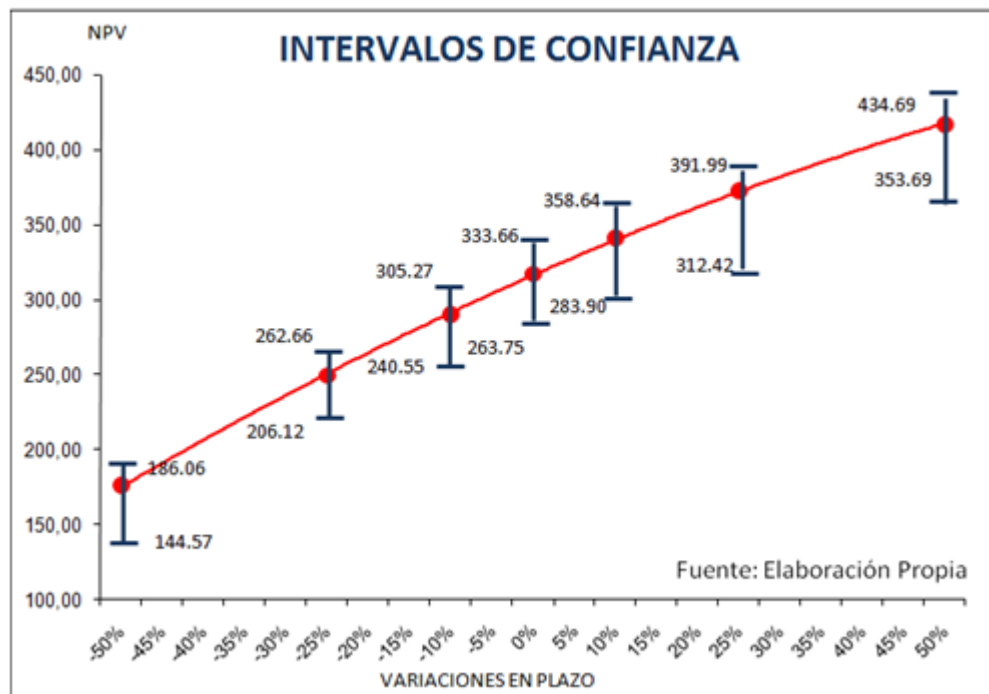
INTERVALOS DE CONFIANZA

	NPV-50%	NPV-25%	NPV-10%	NPV	NPV+10%	NPV+25%	NPV+50%
Limite inferior	144,57	206,12	240,55	263,75	283,90	312,42	353,69
Limite superior	186,06	262,66	305,27	333,66	358,64	391,99	434,71

Fuente: Elaboración propia

Se observa que la media sobre la que se ha planteado toda la demostración cae dentro de estos intervalos de confianza, con lo cual se puede concluir que, al 99% la tendencia del valor presente es creciente cuando el plazo de la operación aumenta, pero que dicha pendiente creciente se hace cada vez más plana.

Gráfico 24



Por tanto, podemos concluir que, en la medida en que los resultados son positivos, la prolongación del plazo provoca un mayor valor presente de la operación. Sin embargo, en este punto deben de entrar otras consideraciones de orden político empresarial ya que el mayor plazo deberá de combinarse siempre con una adecuada flexibilidad para poner fin al arrendamiento en aquellos supuestos en los que los inmuebles dejen de ser necesarios para el cumplimiento de los fines de la entidad de crédito.

5.5.4.3. COSTE DE CAPITAL

El coste de capital constituye un factor determinante de la eficiencia de este tipo de operaciones dado que, cuanto más elevado sea, mayor será el ahorro que se deriva de la plusvalía generada.

Trataremos por tanto de verificar empíricamente esta afirmación y además que dicha relación entre las variables es lineal, es decir, cuando aumenta el coste de capital, aumenta el ahorro de capital.

Dado que cada operación tiene un coste de capital fijado a la hora de realizarse, se construye un nuevo set de variables que toma movimiento porcentuales en el coste de capital, estos movimientos son iguales para todas las operaciones, de este modo se puede observar cómo varía el ahorro de capital para cada nuevo coste.

Además, para que todas las operaciones tengan igual importancia se realiza una media simple (sin ponderar) de los ahorros de capital para cada uno de los costes contruidos.

De este modo obtenemos la siguiente media muestral para cada coste con su correspondiente ahorro de capital medio por cada variación de un 10% en el coste de capital de la operación:

Cuadro 51

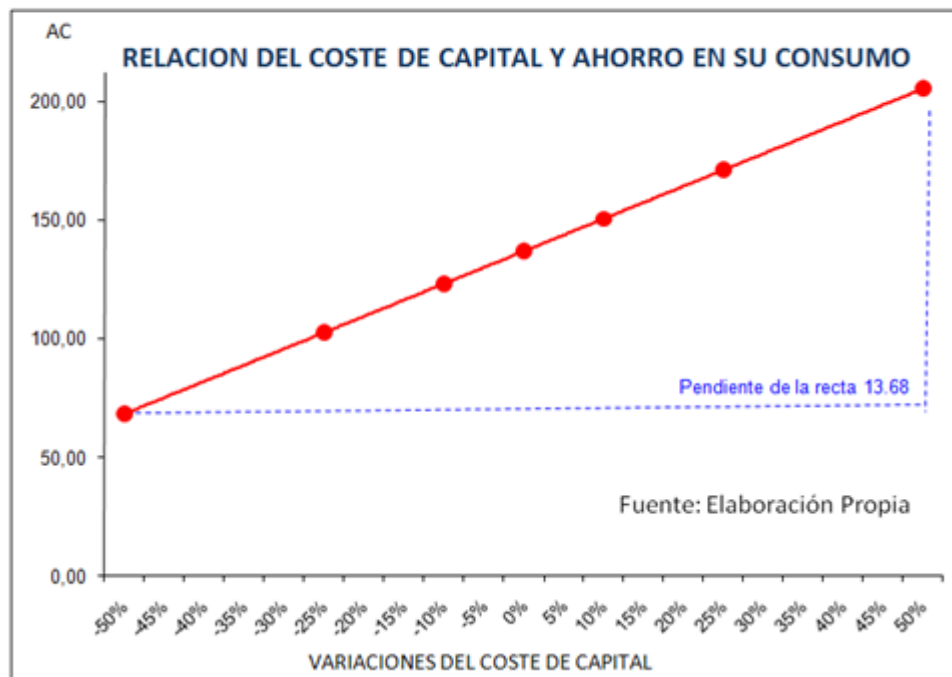
MEDIAS MUESTRALES PARA VARIACIONES EN EL COSTE DE CAPITAL

	N-50%	N-25%	N-10%	N	N+10%	N+25%	N+50%
MEDIA muestral	68,42	102,63	123,15	136,84	150,52	171,05	205,25
Crecimiento cada 10%	13,68	13,68	13,68	0,00	13,68	13,68	13,68

Fuente: Elaboración propia

Si estos datos se llevan a un gráfico se observa de manera más sencilla la afirmación establecida al principio:

Gráfico 25



El siguiente paso por tanto es convertir la afirmación que se cumple para la muestra en una afirmación que se cumpla para la población, así, una vez probados los datos empíricos, queremos inferir este resultado al conjunto de la población, pero como sólo disponemos de datos de una muestra, se necesitan algunos medios para poder sacar conclusiones acerca de esa población. El método a utilizar va a ser el submuestreo aleatorio y en base a los datos así obtenidos construiremos el intervalo de confianza para la media de una población.

Partimos de la población de ahorro de capital generado por el total de la operaciones de sale and leaseback, de la cual no conocemos ni la media ni la desviación típica σ , pero de la que si tenemos una muestra de 124 elementos.

Cuadro 52

SUBMUESTREO							
	NPV-50%	NPV-25%	NPV-10%	NPV	NPV+10%	NPV+25%	NPV+50%
Submuestra 1	54,14	81,21	97,45	108,28	119,11	135,35	162,42
Submuestra 2	77,67	116,50	139,80	155,33	170,86	194,16	233,00
Submuestra 3	90,44	135,66	162,79	180,88	198,96	226,09	271,31
Submuestra 4	68,68	103,02	123,62	137,36	151,10	171,70	206,04
Submuestra 5	74,65	111,98	134,38	149,31	164,24	186,64	223,96
Submuestra 6	74,41	111,61	133,94	148,82	163,70	186,02	223,23
Submuestra 7	51,58	77,37	92,84	103,15	113,47	128,94	154,73
Submuestra 8	57,73	86,60	103,91	115,46	127,01	144,33	173,19
Submuestra 9	71,38	107,07	128,48	142,76	157,03	178,45	214,13
Submuestra 10	58,84	88,26	105,92	117,68	129,45	147,10	176,53
Submuestra 11	78,72	118,08	141,70	157,44	173,19	196,81	236,17
Submuestra 12	49,74	74,60	89,53	99,47	109,42	124,34	149,21
Submuestra 13	68,30	102,45	122,94	136,60	150,26	170,75	204,91
Submuestra 14	66,20	99,31	119,17	132,41	145,65	165,51	198,61
Submuestra 15	48,12	72,19	86,62	96,25	105,87	120,31	144,37
Submuestra 16	57,32	85,98	103,18	114,65	126,11	143,31	171,97
Submuestra 17	52,31	78,46	94,15	104,61	115,07	130,76	156,92
Submuestra 18	62,54	93,82	112,58	125,09	137,60	156,36	187,63
Submuestra 19	62,42	93,63	112,36	124,84	137,33	156,05	187,26
Submuestra 20	49,46	74,19	89,03	98,92	108,81	123,65	148,38
Submuestra 21	53,77	80,66	96,79	107,55	118,30	134,44	161,32
Submuestra 22	88,68	133,03	159,63	177,37	195,11	221,71	266,05
Submuestra 23	67,20	100,81	120,97	134,41	147,85	168,01	201,61
Submuestra 24	82,61	123,92	148,71	165,23	181,75	206,54	247,84
Submuestra 25	49,50	74,25	89,09	98,99	108,89	123,74	148,49
Submuestra 26	74,93	112,40	134,88	149,87	164,85	187,33	224,80
Submuestra 27	48,21	72,31	86,77	96,41	106,05	120,52	144,62
Submuestra 28	73,07	109,60	131,52	146,13	160,75	182,67	219,20
Submuestra 29	50,51	75,77	90,92	101,02	111,13	126,28	151,53
Submuestra 30	41,78	62,67	75,20	83,56	91,91	104,45	125,34
Submuestra 31	52,87	79,30	95,16	105,73	116,30	132,16	158,60
Media muestral (x)	63,15	94,73	113,68	126,31	138,94	157,89	189,46
Desviación muestral (s)	13,04	19,57	23,48	26,09	28,70	32,61	39,13

Fuente: Elaboración propia

En el cuadro 52 recogemos los resultados del submuestreo de 31 submuestras (el mínimo suficiente para poder aplicar criterios de normalidad) de 62 elementos (elegimos 62 elementos porque se corresponde con el 50% de la muestra inicial y así se obtiene suficiente representatividad). Cada una de estas muestras tiene a su vez una media (\bar{x}). Se puede demostrar que la media de todas las medias muestrales coincide con un nivel de confianza con la media poblacional: $\mu_{\bar{x}} = \mu$.

Pero además, como el tamaño de las muestras es lo suficientemente grande ($n > 30$), la distribución de medias muestrales es, prácticamente, una distribución normal (o gaussiana) con media μ y una desviación típica (38)

$$(38) \quad \sigma_{\bar{x}} = \frac{\sigma}{\sqrt{n}}.$$

De este modo se puede construir el siguiente intervalo de confianza (39):

$$(39) \quad \left(\bar{x} - z_{\alpha/2} \frac{\sigma}{\sqrt{n}}, \bar{x} + z_{\alpha/2} \frac{\sigma}{\sqrt{n}} \right)$$

Como no se conoce σ y n es grande (habitualmente se toma $n \geq 30$) (40):

$$(40) \quad \left(\bar{x} - z_{\alpha/2} \frac{s}{\sqrt{n}}, \bar{x} + z_{\alpha/2} \frac{s}{\sqrt{n}} \right)$$

donde s es la desviación típica de una muestra.

Aproximaciones para el valor $z_{\alpha/2}$ para los niveles de confianza estándar son:

1,96 para $1 - \alpha = 95\%$

2,576 para $1 - \alpha = 99\%[$

Si utilizamos el nivel de confianza más restrictivo, 99%, con los datos de nuestro muestreo obtenemos los siguientes intervalos de confianza:

Por ejemplo para AC-50% (41):

$$(41) \quad \left. \begin{array}{l} \bar{x} = 63,15 \\ s = 13,04 \\ z_{\alpha/2} = 2,576 \\ n = 31 \end{array} \right\} \Rightarrow \left(63,15 - 2,576 \frac{13,04}{\sqrt{31}} ; 63,15 + 2,576 \frac{13,04}{\sqrt{31}} \right) \Rightarrow (57,12 ; 69,19)$$

Para el resto de escenarios planteados procedemos del mismo modo obteniéndose los siguientes intervalos de confianza:

Cuadro 53

INTERVALOS DE CONFIANZA PARA VARIACIONES DEL COSTE DE CAPITAL

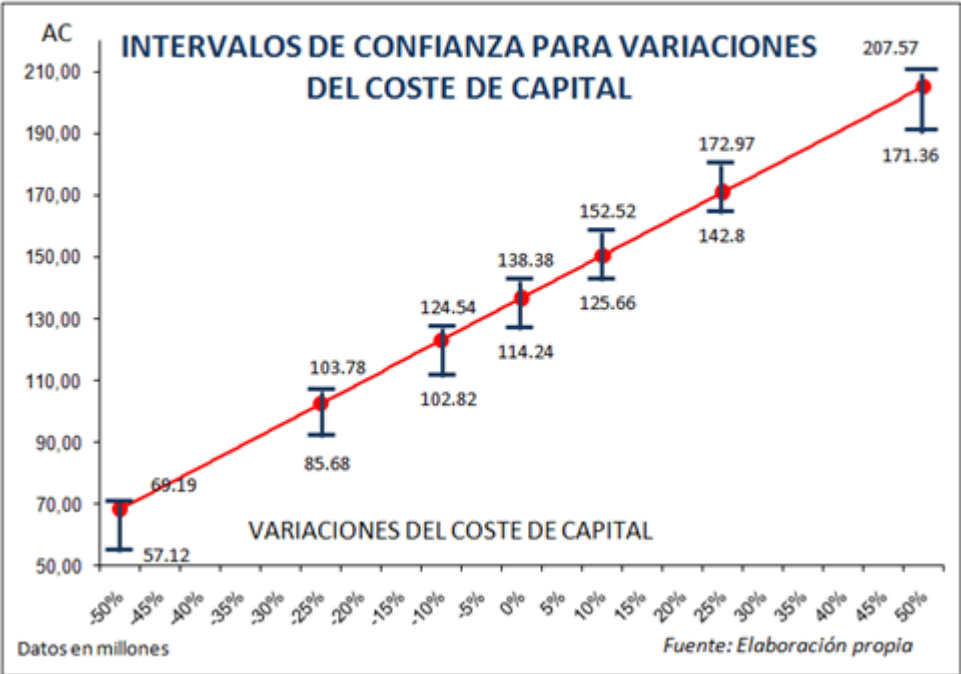
	NPV-50%	NPV-25%	NPV-10%	NPV	NPV+10%	NPV+25%	NPV+50%
Limite inferior	57,12	85,68	102,82	114,24	125,66	142,80	171,36
Media inicial	68,42	102,63	123,15	136,84	150,52	171,05	205,25
Limite superior	69,19	103,78	124,54	138,38	152,22	172,97	207,57

Fuente: Elaboración propia

Se observa que la media sobre la que se ha planteado toda la demostración cae dentro de estos intervalos de confianza, con lo cual se puede concluir que al 99% la tendencia del ahorro de capital es creciente cuando el coste de capital de la operación aumenta, y que dicha tendencia es lineal.

Además para determinar que el ajuste es lineal y de pendiente positiva, es decir a mayor coste de capital mayor ahorro de capital vamos a calcular la recta de regresión que ajusta ambas variables, en la que se observará que el ajuste es muy elevado (R^2 es prácticamente 1):

Gráfico 26



5.5.6. ANALISIS DE LOS RATIOS

Recogidos los resultados en términos absolutos, estudiaremos el impacto de las operaciones a través de determinados ratios financieros, en este caso aquellos que se encuentran más vinculados a la rentabilidad operativa y por tanto que pueden poner de manifiesto la eficiencia de las operaciones de sale and leaseback para las entidades de crédito:

- Rentabilidad sobre activos, ROA (return on assets)

$$ROA = \frac{\text{Ingresos netos} - \text{Dividendos de preferentes}}{\frac{\text{Activos ejercicio} + \text{Activos ejercicio}_{-1}}{2}}$$

En este supuesto el impacto en el ratio vendrá dado por una parte por el lado de los ingresos netos (plusvalía y otros conceptos de PyG) y por el de los activos del ejercicio: liberación de capital que supone la realización de la plusvalía.

- Rentabilidad sobre la acción (return on equity)

$$ROE = \frac{\text{Ingresos netos} - \text{Dividendos de preferentes}}{\frac{\text{Total acciones} + \text{Total acciones}_{-1}}{2}}$$

En el caso de la rentabilidad sobre la acción el impacto en el ratio viene dado por el lado de los ingresos netos (plusvalía y otros conceptos de PyG).

- Rentabilidad sobre el capital

$$ROC = \frac{\text{Ingresos netos} + \text{Intereses minoritarios}}{\frac{\text{Total acciones} + \text{Total acciones}_{-1}}{2}}$$

En el ROC, las diferencias vienen por partida doble: tanto por los ingresos netos (plusvalía y otros conceptos de PyG) como por la variación del capital derivado de la liberación que supone la realización de la plusvalía.

- Ingreso operativo sobre capital

$$\text{IOSC} = \frac{\text{Ingresos operativos}}{\frac{\text{Total capital} + \text{Total capital}_{-1}}{2}}$$

Con respecto a este ratio, solo afecta la parte de la cuenta de pérdidas y ganancias relativas al impacto de la operación en el ejercicio, no la derivada de la plusvalía que es un resultado extraordinario del ejercicio. La parte de ahorro de capital también es preciso tenerla en cuenta.

- Margen financiero neto

$$\text{MFN} = \frac{\text{Ingreso financiero neto} + \text{Ajustes impositivos}}{\frac{\text{Activos rentables} + \text{Activos rentables}_{-1}}{2}}$$

- Ratio de eficiencia, también conocido como cost/income ratio

$\text{RE} = \text{Gastos operativos generales} / (\text{Ingresos financieros netos} + \text{Ingresos de actividad} + \text{Comisiones cobradas} - \text{Comisiones pagadas} + \text{Ajustes fiscales} + \text{Otros ingresos operativos})$

En este caso tendremos en cuenta tanto el impacto en cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio no extraordinarias por el lado de los gastos operativos generales y la plusvalía por el lado de los ingresos.

Consideraremos el impacto en el ratio teniendo en cuenta el real (resultado de haberse realizado la operación) con el que habrían ofrecido las entidades de no haberse llevado a cabo la misma. Todos los datos necesarios para el cálculo de los ratios analizados han sido obtenidos de las cuentas anuales de las entidades que han realizado operaciones de sale and leaseback de inmuebles.

Los cuadros 54 y 55 recogen la comparativa numérica de los ratios para cada una de las entidades.

Cuadro 54

RATIOS: ROA, ROE Y ROC							
BANCO	AÑO	ROA PREV	ROA POST	ROE PREV	ROE POST	ROC PREV	ROC POST
AIB	2006	1,23	1,50	24,18	29,57	2,80	3,39
AIB	2007	1,12	1,16	21,54	22,35	2,42	2,51
AIB	2008	0,43	0,43	8,65	8,67	1,07	1,07
AIB	2009	-1,36	-1,35	-25,79	-25,68	-2,96	-2,95
AIB	2010	-6,43	-6,40	-149,59	-148,94	-13,24	-13,19
ABN	2005	0,53	0,54	22,99	23,27	1,60	1,62
ANZ	2008	0,74	0,76	13,65	14,00	2,20	2,25
Arbuthnot	2006	0,28	2,68	2,74	26,08	3,15	14,65
Banco Pastor	2009	-0,08	0,34	-1,68	6,92	-0,16	0,71
Banco Popular Español	2008	0,93	0,97	15,63	16,18	1,72	1,78
Banco Popular Español	2009	0,22	0,64	3,70	10,99	0,41	1,17
Banco Popular Español	2010	0,34	0,46	5,68	7,67	0,65	0,87
Banco Sabadell	2009	0,55	0,64	9,19	10,77	1,10	1,29
Banco Sabadell	2010	0,12	0,42	2,05	6,96	0,27	0,89
Banesto	2010	0,30	0,37	6,76	8,46	0,58	0,73
Bank of America	2003	1,55	1,55	21,99	22,01	4,78	4,79
Bank of America	2004	1,51	1,51	18,83	18,84	4,12	4,13
Bank of Ireland	2006	0,77	0,84	23,46	25,74	1,69	1,86
Bank of Ireland	2007	0,91	0,93	26,74	27,47	1,83	1,88
Bank of Montreal	2005	0,83	0,85	18,34	18,64	4,59	4,66
Barclays	2006	0,42	0,48	21,87	24,56	1,33	1,47
Barclays	2007	0,37	0,40	18,95	20,50	1,19	1,27
Barclays	2008	0,25	0,27	13,76	14,63	1,05	1,11
Barclays	2009	0,54	0,55	22,25	22,39	2,01	2,02
BBVA	2009	0,59	0,78	11,56	15,32	1,50	1,94
BBVA	2010	0,75	0,81	13,17	14,12	1,95	2,08
Bendigo Bank	2008	0,54	0,58	8,64	9,40	2,14	2,32
Benjamin Franklin	2006	0,49	0,53	4,04	4,36	1,70	1,83

Fuente: Datos entidades, Bloomberg y elaboración propia

Cuadro 54 (continuación)

RATIOS: ROA, ROE Y ROC

BANCO	AÑO	ROA PREV	ROA POST	ROE PREV	ROE POST	ROC PREV	ROC POST
Canandaigua	2008	0,99	1,04	13,78	14,46	7,29	7,66
Capital Bank	2008	-3,58	-3,52	-41,54	-40,89	-15,49	-15,25
CIBC	2000	0,74	0,75	20,50	20,75	4,72	4,77
CIMB	2009	1,17	1,26	14,00	14,99	6,05	6,44
Citigroup	2005	1,65	1,65	22,32	22,33	3,41	3,41
Citigroup	2007	0,17	0,18	2,98	3,08	0,35	0,36
Citigroup	2008	-1,43	-1,43	-31,91	-31,90	-2,65	-2,65
Community Valley	2008	0,25	0,47	3,20	6,01	2,52	4,73
Credit Suisse First Boston	2009	0,60	0,61	19,05	19,26	1,33	1,34
DBS	2005	0,28	0,45	2,97	4,89	1,59	2,34
Deutsche Bank	2003	0,14	0,17	3,82	4,69	0,43	0,53
Deutsche Bank	2004	0,29	0,30	8,66	9,14	0,87	0,92
Deutsche Bank	2007	0,33	0,36	16,92	18,55	1,62	1,77
DSBGL	2007	0,62	0,73	7,29	8,63	2,98	3,52
Dresdner	2005	0,29	0,35	12,53	14,98	0,65	0,77
First Chester County Corp	2007	0,84	0,86	11,45	11,69	4,43	4,52
First National Bancshares	2007	0,57	0,65	7,98	9,21	3,64	4,10
Goldman Sachs	2005	0,89	0,91	21,54	21,85	1,25	1,27
Halifax	2004	0,71	0,72	19,16	19,36	1,86	1,87
Halifax	2006	0,63	0,67	18,77	20,20	1,52	1,63
Harleysville	2007	0,71	0,74	7,93	8,39	3,28	3,47
Heritage	2007	0,96	1,07	10,41	11,63	5,89	6,58
HSBC	2005	1,08	1,08	16,91	16,93	3,99	3,99
HSBC	2007	0,84	0,90	14,88	16,10	3,77	4,06
HSBC	2009	0,20	0,23	4,38	5,02	1,36	1,53
HSBC	2010	0,52	0,54	9,14	9,43	3,13	3,22
Independant	2008	0,65	0,75	7,93	9,12	2,42	2,78
Indiana Community	2007	0,66	0,68	8,61	8,83	3,54	3,63
Indymac	2007	-2,01	-1,98	-36,98	-36,46	-3,90	-3,85
JPMorgan	2006	1,13	1,13	12,93	12,96	2,67	2,67
JPMorgan	2007	1,05	1,05	12,82	12,86	2,50	2,51
JPMorgan	2009	0,44	0,44	6,35	6,36	1,36	1,36

Fuente: Datos entidades, Bloomberg y elaboración propia

Cuadro 54 (continuación)**RATIOS: ROA, ROE Y ROC**

BANCO	AÑO	ROA PREV	ROA POST	ROE PREV	ROE POST	ROC PREV	ROC POST
Leesport	2004	0,71	0,72	7,38	7,51	2,31	2,35
Merchant Bancshares	2008	0,85	0,95	13,76	15,38	3,06	3,43
Merril Lynch	2007	-0,87	-0,86	-25,63	-25,37	-1,07	-1,06
Nomura	2008	-0,23	-0,22	-3,50	-3,25	-0,24	-0,23
Nordea	2004	0,57	0,77	12,39	16,71	1,39	1,88
ONB	2006	0,90	0,95	11,63	12,28	4,16	4,40
ONB	2007	0,84	0,94	10,31	11,56	3,66	4,10
ONB	2008	0,77	0,79	9,47	9,67	2,94	3,00
ONB	2009	0,12	0,12	1,34	1,33	0,67	0,67
ONB	2010	0,50	0,50	4,42	4,44	2,19	2,20
Optimumbank	2007	0,72	0,75	7,93	8,17	1,64	1,69
RBOS	2007	0,51	0,54	14,76	15,66	1,38	1,46
RF Corp	2005	1,18	1,18	9,36	9,37	4,30	4,30
Riverview	2004	1,35	1,39	10,56	10,95	6,33	6,56
Santander	2007	0,83	1,04	14,53	18,11	1,68	2,07
Santander	2008	0,79	0,90	13,82	15,74	1,65	1,87
Sant Bancorp	2007	-0,43	-0,40	-7,07	-6,50	-1,09	-1,01
Shinsei Bk	2008	-0,09	0,53	-1,78	10,43	0,20	1,87
Shores Bancshares	2005	1,57	1,57	13,23	13,26	9,66	9,68
Shores Bancshares	2008	1,13	1,15	9,16	9,26	6,15	6,22
St George	2003	0,98	1,03	16,65	17,49	4,98	5,22
St George	2004	1,05	1,08	17,88	18,49	5,05	5,22
St George	2005	1,12	1,13	21,57	21,70	3,71	3,73
St George	2006	0,99	1,05	21,44	22,71	2,56	2,70
St George	2007	0,99	1,00	22,52	22,77	2,57	2,59
St George	2008	0,87	0,88	20,01	20,27	2,29	2,32
Sterling Bancs	2006	1,13	1,17	11,87	12,33	5,56	5,77
Sun Trust	2007	0,86	0,89	8,86	9,20	3,03	3,15
Sun Trust	2008	0,40	0,42	4,24	4,42	1,37	1,42
Superior Bancorp	2007	0,27	0,29	2,28	2,43	1,20	1,28
Superior Bancorp	2008	-5,52	-5,51	-54,54	-54,37	-24,48	-24,40
UBS	2008	-1,00	-0,99	-61,86	-61,35	-2,75	-2,72

Fuente: Datos entidades, Bloomberg y elaboración propia

Cuadro 54 (continuación)**RATIOS: ROA, ROE Y ROC**

BANCO	AÑO	ROA PREV	ROA POST	ROE PREV	ROE POST	ROC PREV	ROC POST
Unicredito	2009	0,14	0,17	2,36	2,97	0,40	0,48
United Western Bancorp	2006	0,43	0,55	6,30	8,08	1,12	1,43
Valley National Bank	2007	1,21	1,22	16,08	16,14	3,67	3,69
Wachovia	2004	1,16	1,17	13,04	13,08	3,32	3,33
Wells Fargo	2006	1,76	1,76	19,73	19,77	5,84	5,85
Willow	2006	0,80	0,87	6,55	7,14	2,21	2,41

Fuente: Datos entidades, Bloomberg y elaboración propia

Cuadro 55**RATIOS: IO/CAP, MARGEN FIN, EFICIENCIA**

BANCO	AÑO	IO/CAP PREV	IO/CAP POST	MG PREV	FIN POST	MG PREV	FIN POST	EFFIC PREV	EFFIC POST
AIB	2006	2,80	2,81	2,23	2,24	53,46	53,16		
AIB	2007	2,73	2,73	2,18	2,18	62,74	62,74		
AIB	2008	1,04	1,04	2,32	2,32	46,73	46,74		
AIB	2009	-3,06	-3,06	1,97	1,97	39,27	39,26		
AIB	2010	-15,73	-15,73	1,31	1,31	340,63	340,70		
ABN	2005	2,01	2,01	1,69	1,69	73,18	73,13		
ANZ	2008	2,99	2,99	2,01	2,01	34,15	34,13		
Arbuthnot	2006	8,13	10,46	2,54	3,08	89,03	83,62		
Banco Pastor	2009	0,76	0,83	1,93	1,97	39,03	37,75		
Banco Popular Español	2008	2,22	2,23	2,46	2,46	37,72	37,67		
Banco Popular Español	2009	1,88	1,89	2,53	2,53	32,98	32,94		
Banco Popular Español	2010	1,51	1,51	2,05	2,05	42,19	42,30		
Banco Sabadell	2009	2,52	2,52	2,14	2,15	49,80	49,62		
Banco Sabadell	2010	1,57	1,56	1,78	1,78	54,03	54,21		
Banesto	2010	1,25	1,25	1,57	1,58	40,77	40,75		
Bank of America	2003	7,02	7,02	3,95	3,95	51,05	51,03		
Bank of America	2004	6,45	6,45	3,81	3,81	50,79	50,79		
Bank of Ireland	2006	1,96	1,98	1,68	1,69	59,67	58,96		
Bank of Ireland	2007	1,80	1,81	1,64	1,65	56,42	56,14		
Bank of Montreal	2005	6,32	6,33	2,12	2,12	63,65	63,59		

Fuente: Datos entidades, Bloomberg y elaboración propia

Cuadro 55 (continuación)

RATIOS: IO/CAP, MARGEN FIN, EFICIENCIA

BANCO	AÑO	IO/CAP PREV	IO/CAP POST	MG PREV	MG FIN POST	EFFIC PREV	EFFIC POST
Barclays	2006	1,79	1,80	1,34	1,34	60,78	60,59
Barclays	2007	1,74	1,75	1,20	1,21	57,62	57,39
Barclays	2008	0,48	0,50	1,22	1,23	63,91	63,20
Barclays	2009	0,85	0,86	1,27	1,27	57,42	57,28
BBVA	2009	2,75	2,75	2,95	2,96	50,61	50,51
BBVA	2010	2,67	2,67	2,85	2,85	53,28	53,30
Bendigo Bank	2008	2,97	3,07	1,99	2,01	65,55	63,84
Benjamin Franklin	2006	1,23	1,21	3,01	3,01	87,40	87,89
Canandaigua	2008	10,11	10,38	3,96	4,00	65,49	64,38
Capital Bank	2008	1,94	2,17	3,00	3,05	78,27	75,54
CIBC	2000	6,20	6,21	2,14	2,15	66,38	66,31
CIMB	2009	7,24	7,25	2,98	2,99	54,53	54,47
Citigroup	2005	3,99	3,99	2,95	2,95	55,33	55,33
Citigroup	2007	0,21	0,21	2,48	2,49	75,69	75,62
Citigroup	2008	-4,81	-4,81	2,94	2,94	133,23	133,20
Community Valley	2008	7,72	9,25	4,93	5,12	79,08	74,64
Credit Suisse First Boston	2009	1,66	1,66	0,78	0,78	73,05	72,91
DBS	2005	4,88	4,87	2,04	2,04	46,86	47,06
Deutsche Bank	2003	1,26	1,27	0,83	0,84	79,33	79,02
Deutsche Bank	2004	1,51	1,51	0,71	0,71	78,64	78,60
Deutsche Bank	2007	2,32	2,32	0,55	0,55	70,00	69,98
DSBGL	2007	2,36	2,43	2,04	2,06	64,59	63,31
Dresdner	2005	0,91	0,94	0,45	0,47	74,53	73,09
First Chester County Corp	2007	5,46	5,44	3,77	3,77	77,46	77,61
First National Bancshares	2007	5,68	6,17	3,38	3,47	69,10	65,39
Goldman Sachs	2005	1,86	1,86	0,52	0,52	65,87	65,71
Halifax	2004	2,50	2,51	2,75	2,75	46,51	46,38
Halifax	2006	2,22	2,23	2,60	2,60	56,71	56,66
Harleysville	2007	4,25	4,35	2,65	2,68	63,04	62,12
Heritage	2007	10,14	10,66	5,06	5,17	69,43	66,83
HSBC	2005	5,11	5,11	2,58	2,58	51,22	51,21
HSBC	2007	4,48	4,50	2,09	2,10	49,67	49,42

Fuente: Datos entidades, Bloomberg y elaboración propia

Cuadro 55 (continuación)

RATIOS: IO/CAP, MARGEN FIN, EFICIENCIA

BANCO	AÑO	IO/CAP PREV	IO/CAP POST	MG PREV	FIN POST	MG PREV	FIN POST	EFFIC PREV	EFFIC POST
HSBC	2009	1,19	1,21	2,15	2,15	52,18	51,97		
HSBC	2010	3,74	3,75	2,01	2,01	55,26	55,22		
Independant	2008	4,35	4,58	3,94	4,02	68,55	66,42		
Indiana Community	2007	5,48	5,48	3,51	3,51	73,76	73,71		
Indymac	2007	-6,33	-6,32	2,11	2,12	245,83	244,40		
JPMorgan	2006	3,69	3,69	2,04	2,04	61,90	61,85		
JPMorgan	2007	3,65	3,65	2,16	2,16	58,77	58,71		
JPMorgan	2009	2,12	2,12	2,78	2,78	49,72	49,72		
Leesport	2004	3,22	3,24	3,18	3,19	76,12	75,90		
Merchant Bancshares	2008	4,91	5,15	3,56	3,63	66,50	64,03		
Merril Lynch	2007	-1,76	-1,75	0,65	0,66	232,31	230,46		
Nomura	2008	-0,23	-0,22	-0,05	-0,03	110,60	109,27		
Nordea	2004	2,17	2,16	1,47	1,47	60,06	60,19		
ONB	2006	5,06	5,26	3,05	3,10	69,91	68,27		
ONB	2007	5,43	5,48	3,25	3,28	69,39	69,03		
ONB	2008	2,84	2,89	3,71	3,73	69,94	69,52		
ONB	2009	1,03	1,02	3,54	3,54	76,14	76,16		
ONB	2010	3,05	3,05	3,38	3,38	76,05	76,04		
Optimumbank	2007	2,46	2,51	2,80	2,82	56,18	55,01		
RBOS	2007	1,45	1,45	1,14	1,15	59,13	58,87		
RF Corp	2005	6,92	6,92	3,92	3,92	60,60	60,58		
Riverview	2004	9,82	9,78	4,88	4,87	63,53	63,80		
Santander	2007	2,32	2,33	2,11	2,12	48,45	48,20		
Santander	2008	1,90	1,93	2,27	2,29	50,69	50,03		
Sant Bancorp	2007	0,29	0,31	3,68	3,69	64,62	64,34		
Shinsei Bk	2008	0,30	0,29	1,62	1,63	71,57	71,67		
Shores Bancshares	2005	15,56	15,57	4,70	4,70	53,82	53,75		
Shores Bancshares	2008	9,53	9,59	4,27	4,28	64,51	64,17		
St George	2003	7,65	7,67	2,76	2,76	54,11	53,97		
St George	2004	7,60	7,61	2,76	2,77	51,94	51,83		
St George	2005	5,24	5,25	2,50	2,50	45,55	45,44		
St George	2006	3,79	3,80	2,32	2,33	44,09	43,80		

Fuente: Datos entidades, Bloomberg y elaboración propia

Cuadro 55 (continuación)

RATIOS: IO/CAP, MARGEN FIN, EFICIENCIA

BANCO	AÑO	IO/CAP PREV	IO/CAP POST	MG PREV	FIN POST	EFFIC PREV	EFFIC POST
St George	2007	3,70	3,71	2,24	2,24	42,56	42,48
St George	2008	3,54	3,54	1,92	1,92	38,34	38,29
Sterling Bancs	2006	8,51	8,61	4,84	4,87	64,96	64,30
Sun Trust	2007	3,83	3,84	2,99	3,00	65,96	65,89
Sun Trust	2008	0,67	0,68	2,94	2,95	66,69	66,55
Superior Bancorp	2007	2,27	2,35	3,31	3,33	80,88	79,97
Superior Bancorp	2008	-0,81	-0,74	3,22	3,24	91,72	90,75
UBS	2008	-3,60	-3,60	0,42	0,42	748,48	745,61
Unicredito	2009	0,67	0,68	1,90	1,90	60,68	60,47
United Western Bancorp	2006	0,81	0,96	2,70	2,77	90,07	87,07
Valley National Bank	2007	4,99	4,98	3,40	3,40	52,41	52,51
Wachovia	2004	5,09	5,10	3,36	3,37	61,99	61,86
Wells Fargo	2006	8,79	8,79	4,88	4,88	57,94	57,93
Willow	2006	3,88	4,07	4,18	4,26	63,40	60,94

Fuente: Datos entidades, Bloomberg y elaboración propia

Partiendo del análisis de los datos procederemos a verificar empíricamente que los ratios vinculados a la rentabilidad operativa de las entidades financieras mejoran tras la realización de las operaciones de sale and leaseback. Las variables de partida serán las siguientes:

Rentabilidad sobre activos: ROA

Rentabilidad sobre la acción: ROE

Rentabilidad sobre capital: ROC

Ingreso operativo sobre capital: IOSC

Margen financiero neto: MFN

Ratio de eficiencia: RE

Para contrastar que efectivamente los ratios posteriores a las operaciones son mejores que los ratios previos a las mismas, construimos unas nuevas variables como resta de ambos ratios previos y posteriores, así tenemos:

$$\text{DIF_ROA} = \text{ROA_POST} - \text{ROA_PREV}$$

$$\text{DIF_ROE} = \text{ROE_POST} - \text{ROE_PREV}$$

$$\text{DIF_ROC} = \text{ROC_POST} - \text{ROC_PREV}$$

$$\text{DIF_IOSC} = \text{IOSC_POST} - \text{IOSC_PREV}$$

$$\text{DIF_MFN} = \text{MFN_POST} - \text{MFN_PREV}$$

$$\text{DIF_RE} = \text{RE_PREV} - \text{RE_POST}$$

Como se desprende de la formulación y por la propia definición de las variables, la mejora implica que todas son positivas y por tanto mayores los ratios posteriores que los previos a la realización de la operación salvo en el caso del ratio de eficiencia que es mejor cuanto más reducido es y por tanto se encuentra definida la variable para su estudio como una resta del valor previo menos el posterior.

El objetivo será contrastar si estas nuevas variables son iguales a cero o no y para ello vamos a utilizar la prueba T para una muestra. Comenzaremos con la tabla de estadísticos del procedimiento “Prueba T para una muestra” de SPSS:

Cuadro 56

ESTADISTICA DE LA MUESTRA

	N	Media	Desviación Std.	Error típico
DIF_ROA	98	0,085178	0,255760	0,025836
DIF_ROE	98	1,352259	2,908461	0,293799
DIF_ROC	98	0,312197	1,185853	0,119789
DIF_IOSC	98	0,077174	0,289180	0,029212
DIF_MFN	98	0,019757	0,060323	0,006094
DIF_RE	98	0,579553	1,042155	0,105274

Fuente: Elaboración propia

En esta tabla se incluye el número de casos válidos sobre el que se basan los cálculos para cada variable (para todas será 98 que se corresponde con el binomio banco/año, independientemente del número de operaciones que haya tenido el banco en cuestión durante el año correspondiente, ya que es preciso considerar el efecto conjunto de todas ellas para cada ejercicio económico), la media de cada variable, la desviación típica insesgada (columna “Desviación Std”) y el error típico de la media (columna “Error típico”). Este error típico es el denominador de la prueba T y se obtiene dividiendo la desviación típica insesgada por la raíz cuadrada del número de casos.

Recordemos que la prueba T, que se distribuye como una t-Student con n-1 grados de libertad tiene la siguiente expresión (42):

$$(42) \quad T = \frac{\bar{Y} - \mu}{\hat{\sigma}_Y} = \frac{\bar{Y} - \mu}{S_{n-1} / \sqrt{n}} \text{ donde en nuestro caso } \mu=0.$$

Cuadro 57

Estadística de la muestra. Test value=0

					99% Intervalo de confianza	
	t	df	Sig. (2-tailed)	Diferencia media	de la diferencia	
					Inferior	Superior
DIF_ROA	3,3	97	0,001	0,085178	0,017295	0,153060
DIF_ROE	4,6	97	0,000	1,352259	0,580312	2,124206
DIF_ROC	2,61	97	0,011	0,312197	-0,002545	0,626939
DIF_IOS	2,64	97	0,010	0,077175	0,000422	0,153927
DIF_MFN	3,24	97	0,002	0,019757	0,003747	0,035768
DIF_RE	5,51	97	0,000	0,579553	0,302950	0,856156

Fuente: Elaboración propia

En el cuadro 57 reflejamos el resumen de la prueba T para el valor testado en la hipótesis nula, en la que queríamos contrastar si nuestras variables DIF_X eran iguales a cero (Test value = 0). En la columna t se muestra el valor

del estadístico, sus grados de libertad en la columna df y el nivel crítico bilateral en la columna Sig.(2-tailed). El nivel crítico muestra el grado de compatibilidad entre el valor testeado (en nuestro caso 0) y la información muestral disponible.

Si el valor crítico es pequeño (menor que 0,01 para un nivel de confianza del 99%), concluimos que los datos se muestran incompatibles con la hipótesis de que el verdadero valor de la media poblacional es el propuesto. En nuestro caso, el valor crítico es menor que 0,05 para todas las variables menos para DIF_ROC, así que para todas las variables salvo para DIF_ROC podemos rechazar la hipótesis nula y concluir que no son iguales los ratios previos que los ratios posteriores, siendo estos mayores tal y como veremos a continuación gracias a los intervalos de confianza.

Además, la columna “Diferencia media” contiene la diferencia entre la media muestral y el valor de la prueba, esta diferencia es el numerador de la prueba T anteriormente explicitada. Y a continuación se muestran los límites inferior y posterior del intervalo de confianza (calculado al 99%) para la diferencia entre la media muestral y el valor de prueba.

Para la variable DIF_ROC, como el intervalo de confianza (-0.0025; 0.6269) incluye el 0, podemos concluir que los datos muestrales son compatibles con el valor poblacional propuesto (= 0) y en consecuencia mantener H_0 . Para el resto de variables se observa que con un 99% de confianza el ratio posterior es mayor que el ratio previo ya que los intervalos de confianza muestran rangos positivos:

- $DIF_ROA = (0.017 ; 0.153) \Rightarrow ROA_POST > ROA_PREV$
- $DIF_ROE = (0.580 ; 2.142) \Rightarrow ROE_POST > ROE_PREV$
- $DIF_ROC = (-.002 ; 0.626) \Rightarrow$ no podemos concluir que $ROC_POST > ROC_PREV$
- $DIF_IOSC = (0.0004; 0.153) \Rightarrow IOSC_POST > IOSC_PREV$
- $DIF_MFN = (0.003; 0.035) \Rightarrow MFN_POST > MFN_PREV$

- $DIF_RE = (0.203; 0.856) \Rightarrow RE_POST > RE_PREV$

Con esta prueba no podemos concluir que el ratio de rentabilidad sobre el capital sea mejor después de una operación de sale and leaseback que antes. Para el resto de ratios queda demostrada la afirmación.

Para comprobar que el ratio de rentabilidad sobre el capital se comporta de manera diferente al resto de ratios, es decir, que empeora tras una operación de sale and leaseback, debemos ser menos restrictivos en cuanto al nivel de confianza, ya que con el 99% obteníamos un intervalo que incluye el valor 0.

Haciendo el mismo ejercicio hecho anteriormente pero solo para este ratio (DIF_RE) al 98% de confianza se obtiene:

Cuadro 58

ESTADISTICA DE LA MUESTRA

	N	Media	Desviación Std.	Error típico
DIF_ROC	98	0,312197	1,185853	0,119789

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 59

Estadística de la muestra. Test value=0

					99% Intervalo de confianza	
	t	df	Sig. (2-tailed)	Diferencia media	de la diferencia	
					Inferior	Superior
DIF_ROC	2,61	97	0,011	0,312197	0,028847	0,595547

Fuente: Elaboración propia

De este modo el intervalo obtenido sería (0.028; 0.595) teniendo en cuenta un 98% de confianza, es decir, no tenemos información suficiente para poder

asegurar que el ratio se comporte $ROC_POST > ROC_PREV$, con un nivel de confianza mayor al 98%.

A la luz de los resultados obtenidos podemos concluir que los ratios revelan el impacto positivo de la realización de estas operaciones, siendo el mismo sustancialmente mayor en el caso de la rentabilidad sobre activo, acción y capital que sobre los que miden propiamente la actividad netamente financiera. La plusvalía, al ser un extraordinario del ejercicio, no tiene impacto directo sobre la actividad, más allá del derivado de lo obtenido por la reinversión del importe de la venta, el ahorro en amortización y financiación del inmovilizado en cuestión y oportunamente deducido el importe de la renta a pagar. Por tanto el impacto en los ratios vinculados a la actividad ordinaria es más limitado.

Para demostrar este último aspecto, vamos a probar la independencia entre la plusvalía y la diferencia de los siguientes ratios previos y posteriores a las operaciones de sale and leaseback:

- Impacto en el ingreso operativo sobre capital:

$$DIF_IOSC = IOSC_POST - IOSC_PREV$$

- Impacto en el margen financiero neto:

$$DIF_MFN = MFN_POST - MFN_PREV$$

- Impacto en el ratio de eficiencia:

$$DIF_RE = RE_POST - RE_PREV$$

Vamos a utilizar un análisis de correlaciones y scatter plot para testear:

Independencia entre plusvalía y DIF_IOSC

Independencia entre plusvalía y DIF_MFN

Independencia entre plusvalía y DIF_RE

Gráficos de dispersión para los pares:

Gráfico 27

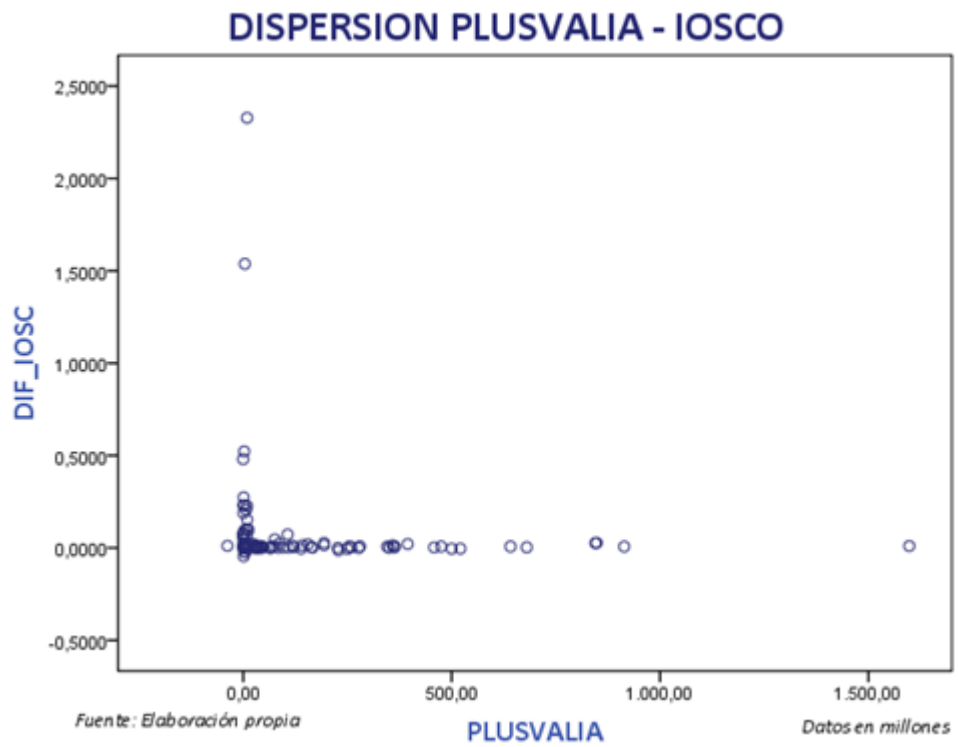


Gráfico 28

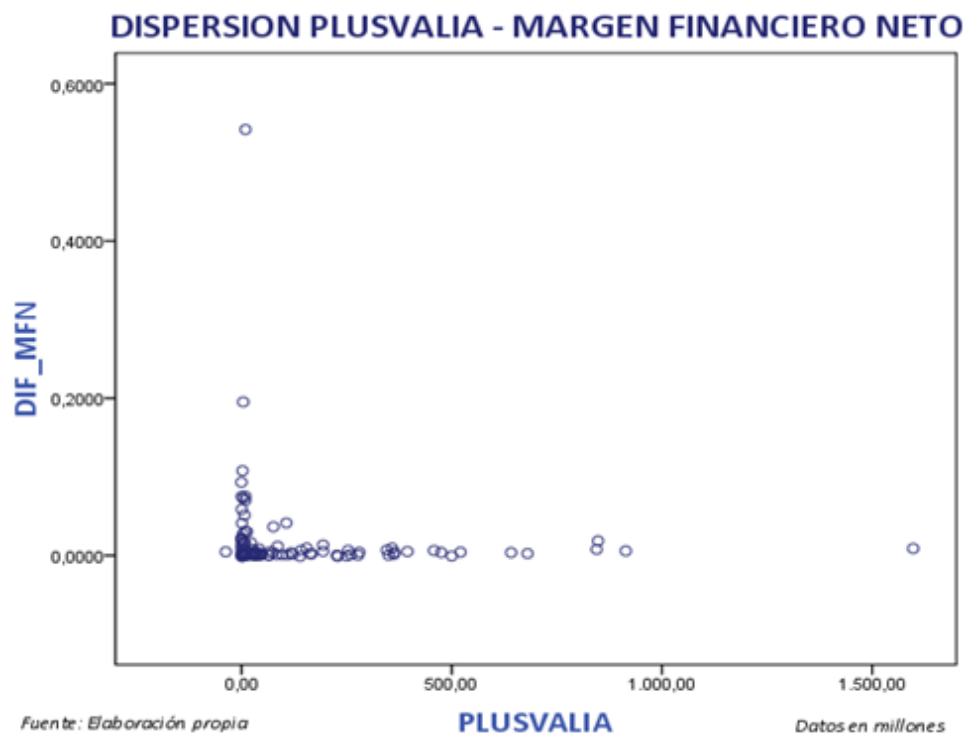
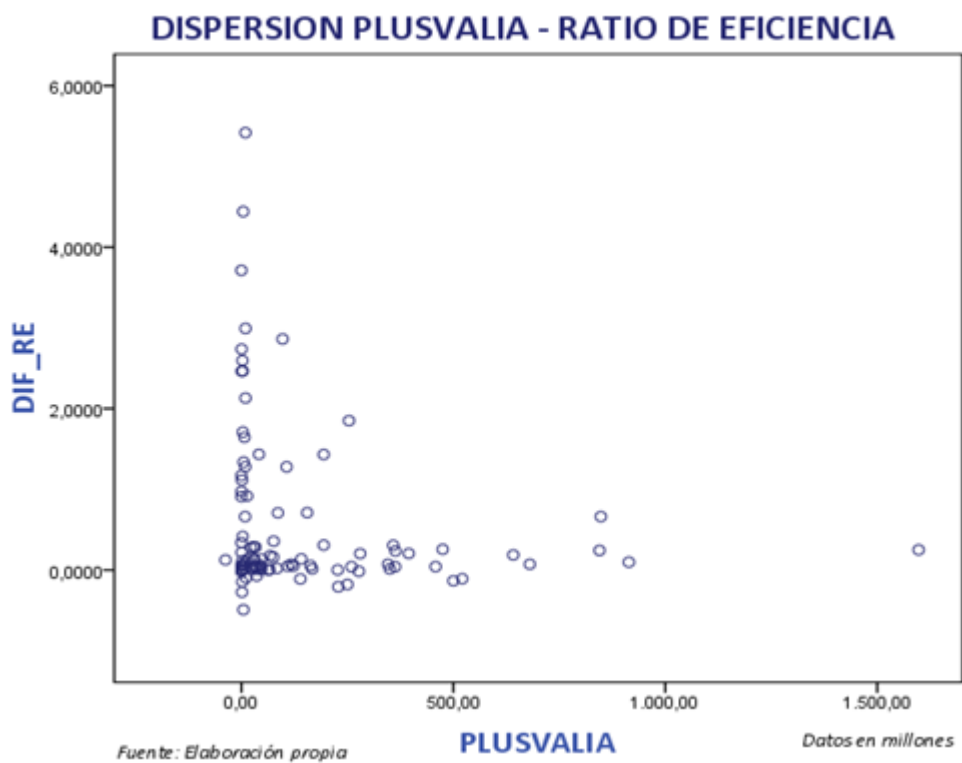


Gráfico 29



En los tres gráficos de dispersión no se pueden observar tendencias claras que demuestren una relación entre ambas variables de forma pareada, aún así vamos a observar las correlaciones que obtenemos para estos pares de variables:

Par Plusvalía – DIF_IOSC: La correlación de Pearson arroja un valor muy cercano a cero, (-0.134) de correlación, además el estadístico nos indica que la correlación existente entre las dos variables no es significativa al 95% ya que 0,188 es mayor que 0,05, valor de significación máximo para el nivel de confianza establecido (95%). Por tanto podríamos decir que las variables plusvalía e impacto en el ingreso operativo sobre capital son independientes.

Cuadro 60**Correlaciones**

		DIF_IOSC	PLUSVALIA
DIF_IOSC	Pearson Correlation	1	-0,134
	Sig. (2-tailed)		0,188
	N	98	98
PLUSVALIA	Pearson Correlation	-0,134	1
	Sig. (2-tailed)	0,188	
	N	98	98

Fuente: Elaboración propia

Par Plusvalía – DIF_MFN: La correlación de Pearson arroja un valor muy cercano a cero (-0.13) de correlación, además el estadístico nos indica que la correlación existente entre las dos variables no es significativa al 95% ya que 0,2 es mayor que 0,05, valor de significación máximo para el nivel de confianza establecido (95%). Por tanto podríamos decir que las variables plusvalía e impacto en el margen financiero neto son independientes.

Cuadro 61**Correlaciones**

		DIF_MFN	PLUSVALIA
DIF_MFN	Pearson Correlation	1	-0,130
	Sig. (2-tailed)		0,200
	N	98	98
PLUSVALIA	Pearson Correlation	-0,130	1
	Sig. (2-tailed)	0,200	
	N	98	98

Fuente: Elaboración propia

Par Plusvalía – DIF_RE: La correlación de Pearson arroja un valor muy cercano a cero (-0.19) de correlación, además el estadístico nos indica que la correlación existente entre las dos variables no es significativa al 95% ya que 0,06 es mayor que 0,05, valor de significación máximo para el nivel de confianza establecido (95%). Por tanto podríamos decir que las variables plusvalía e impacto en el ratio de eficiencia son independientes.

Cuadro 62

Correlaciones

		DIF_RE	PLUSVALIA
DIF_RE	Pearson Correlation	1	-0,19
	Sig. (2-tailed)		0,061
	N	98	98
PLUSVALIA	Pearson Correlation	-0,19	1
	Sig. (2-tailed)	0,061	
	N	98	98

Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, la realización de la plusvalía sí supone una fuente importante de financiación, aflorando recursos que suponen un ahorro sustancial del coste de capital y por tanto, mejora la rentabilidad tanto del activo como del capital. Para demostrar esta afirmación vamos a probar la dependencia entre el ahorro de capital y la diferencia de los siguientes ratios previos y posteriores a las operaciones de sale and leaseback:

- Impacto en la rentabilidad sobre activos:

$$\text{DIF_ROA} = \text{ROA_POST} - \text{ROA_PREV}$$

- Impacto en la rentabilidad sobre capital:

$$\text{DIF_ROC} = \text{ROC_POST} - \text{ROC_PREV}$$

Vamos a realizar una prueba no paramétrica para dos muestras relacionadas, para ello vamos a construir unas nuevas variables categóricas que serán AC_CAT, FREC_ROA y FREC_ROC, que tomarán valores del siguiente modo:

Si $AC_i > AC \text{ mediana} \Rightarrow AC_CAT = \text{MAYOR} (0)$

Si $AC_i < AC \text{ mediana} \Rightarrow AC_CAT = \text{MENOR} (1)$

Si $DIF_ROA_i > DIF_ROA \text{ mediana} \Rightarrow FREC_ROA = \text{MAYOR} (0)$

Si $DIF_ROA_i < DIF_ROA \text{ mediana} \Rightarrow FREC_ROA = \text{MENOR} (1)$

Si $DIF_ROC_i > DIF_ROC \text{ mediana} \Rightarrow FREC_ROC = \text{MAYOR} (0)$

Si $DIF_ROC_i < DIF_ROC \text{ mediana} \Rightarrow FREC_ROC = \text{MENOR} (1)$

Este procedimiento está diseñado para analizar datos provenientes de variables categóricas (0 y 1).

Vamos a utilizar la prueba de Wilcoxon que en realidad sirve para contrastar hipótesis de igualdad de medianas; lo que pretendemos es que el valor que toma la variable FREC_ROA (ídem. para FREC_ROC) con respecto a la mediana siga el mismo comportamiento en los pares:

AC_CAT vs. FREC_ROA

AC_CAT vs. FREC_ROC

Par : AC_CAT y FREC_ROA

En primer lugar obtenemos algunos estadísticos descriptivos para las variables seleccionadas: el número de casos válidos en las tres variables, la media, la desviación típica, el valor más pequeño, el más grande y los cuartiles.

Cuadro 63**ESTADISTICOS DESCRIPTIVOS AC_CAT Y FREC_ROA**

	N	Media	Desviación Std.	Min	Max	Percentiles		
						25th	50th (Mediana)	75th
AC_CAT	98	0,5	0,50257	0	1	0	0,5	1
FREC_ROA	98	0,5	0,50257	0	1	0	0,5	1

Fuente: Elaboración propia

Después, recogeremos la información relacionada con la prueba de Wilcoxon: número, media y suma de los rangos negativos y de los positivos y el número de empates:

Cuadro 64**PRUEBA DE WILCOXON: RANKS**

		N	Media Rank	Suma Ranks
FREC_ROA - AC_CAT	Ranks Negativos	19a	19,5	370,5
	Ranks Positivos	19b	19,5	370,5
	Empates	60c		
	Total	98		

a. FREC_ROA < AC_CAT

b. FREC_ROA > AC_CAT

c. FREC_ROA = AC_CAT

Fuente: Elaboración propia

Y por último el estadístico de Wilcoxon (Z) y su nivel crítico bilateral (Asymp. Sig.(2-tailed). Puesto que el valor del nivel crítico (1,000) es mayor que 0,05 (con nivel de confianza del 95%), no podemos rechazar la hipótesis nula de igualdad de promedios y concluimos que las variables comparadas tienen un comportamiento respecto a la mediana que se parece significativamente, es decir, que el comportamiento del ahorro de capital respecto de su mediana es igual al

comportamiento del impacto en la rentabilidad sobre el activo respecto de su mediana, lo que quiere decir que tienen comportamientos semejantes.

Cuadro 65

Test Statistics(b)	
	FREC_ROA - AC_CAT
Z	,000a
Asymp. Sig. (2-tailed)	1

a. La suma de ranks positivos iguala la de ranks negativos.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Fuente: Elaboración propia

Par : AC_CAT y FREC_ROC

De modo similar al análisis anterior obtenemos algunos estadísticos descriptivos para las variables seleccionadas: el número de casos válidos en las tres variables, la media, la desviación típica, el valor más pequeño, el más grande y los cuartiles.

Cuadro 66

ESTADISTICOS DESCRIPTIVOS AC_CAT Y FREC_ROA

	N	Media	Desviación Std.	Min	Max	Percentiles		
						25th	50th (Mediana)	75th
AC_CAT	98	0,5	0,50257	0	1	0	0,5	1
FREC_ROC	98	0,5	0,50257	0	1	0	0,5	1

Fuente: Elaboración propia

Continuamos con la información relacionada con la prueba de Wilcoxon: número, media y suma de los rangos negativos y de los positivos y el número de empates:

Cuadro 67**PRUEBA DE WILCOXON: RANKS**

	N	Media Rank	Suma Ranks
FREC_ROC - AC_CAT Ranks Negativos	21a	21,5	451,5
Ranks Positivos	21b	21,5	451,5
Empates	56c		
Total	98		

a. FREC_ROC < AC_CAT

b. FREC_ROC > AC_CAT

c. FREC_ROC = AC_CAT

Fuente: Elaboración propia

Y por último el estadístico de Wilcoxon (Z) y su nivel crítico bilateral (Asymp. Sig.(2-tailed). Puesto que el valor del nivel crítico (1,000) es mayor que 0,05 (con nivel de confianza del 95%), no podemos rechazar la hipótesis nula de igualdad de promedios y concluimos que las variables comparadas tienen un comportamiento respecto a la mediana que se parece significativamente, es decir, que el comportamiento del ahorro de capital respecto de su mediana es igual al comportamiento del impacto en la rentabilidad sobre el capital respecto de su mediana, lo que quiere decir que tienen comportamientos semejantes.

Cuadro 68**Test Statistics(b)**

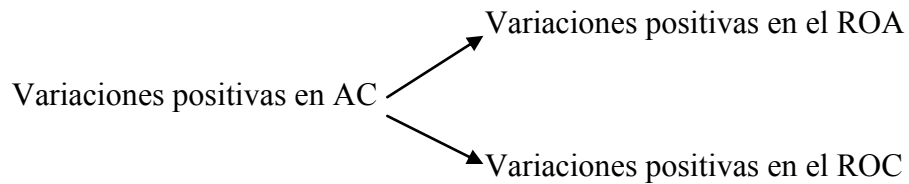
	FREC_ROA - AC_CAT
Z	,000a
Asymp. Sig. (2-tailed)	1

a. La suma de ranks positivos iguala la de ranks negativos.

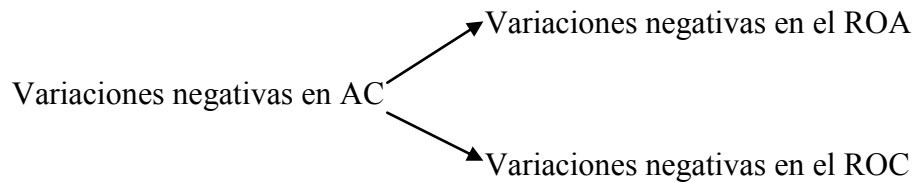
b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Fuente: Elaboración propia

Conclusión: el comportamiento respecto de su mediana de las variables ahorro de capital, impacto en la rentabilidad sobre activos e impacto de la rentabilidad sobre capital es el mismo, por lo cual se puede concluir que:



O lo que es lo mismo



Podemos por tanto, concluir desde el punto de vista de la eficiencia operativa, que las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios contribuyen positivamente a la misma para las entidades de crédito que las realizan si bien es posible diferenciar dos efectos: uno a más corto plazo que es el derivado de la contabilización de la plusvalía en el ejercicio que se realiza y otro, en el medio y largo plazo, derivado de la suma de factores cuya combinación contribuye a la mejora de los ratios de eficiencia de la entidad (ahorro de capital, menor amortización, rentabilidad derivada de la reinversión del importe de la venta...).

6. *CONCLUSIONES*

El estudio de la realidad financiera reciente ha puesto de manifiesto la existencia de una operativa por parte de las entidades de crédito cuya importancia ha ido creciendo particularmente en los últimos cinco años: la de las operaciones de venta y posterior arrendamiento de los activos inmobiliarios que utilizan para el normal desarrollo de su actividad bancaria. Esta práctica que encuentra sus orígenes en un sector empresarial ajeno al financiero, como es el de las cadenas de distribución comercial, y en el ámbito geográfico americano, comienza a ser utilizada por los bancos a finales del siglo XX, generalizándose a partir del año 2000, primero entre la banca que responde al perfil tradicional de banca comercial (como Deutsche Bank o Barclays) y fundamentalmente centrado en la red de sucursales y, con posterioridad entre todas las instituciones financieras. El proceso de expansión territorial es también paralelo de forma que, aunque no es el ámbito temporal en el que se ha centrado el estudio, las operaciones de finales de los años 90 las encontramos fundamentalmente en Estados Unidos, Canadá y Australia, para extenderse en el siglo XXI a Europa primero y al resto del mundo financiero después.

En el periodo temporal estudiado, comprendido entre los años 2000 y 2010, ha sido posible constatar una evolución en la propia motivación de las operaciones: así, los primeros años responden fundamentalmente a la adopción progresiva por parte de los bancos de una nueva cultura empresarial que, en un entorno cada vez más global y competitivo, va comprendiendo y asumiendo la necesidad una gestión integral y eficiente de todos los recursos del balance, y entre ellos los inmobiliarios. La transferencia del riesgo de estos activos a terceros especializados en su gestión, que permiten a las entidades concentrarse en la esencia de su negocio, al tiempo que, como también hemos podido constatar, se

producen una repercusiones económicas positivas que incrementan el valor empresarial, se encuentran en la esencia de esta estrategia bancaria.

Sin embargo, la crisis financiera que tiene su fecha de inicio en el mes de Agosto de 2007, dota de una nueva perspectiva a las operaciones de sale and leaseback de inmuebles por parte de las entidades de crédito. Esta circunstancia no implica que pierdan su validez bajo el enfoque anterior, sino que por el contrario, se focalizan en determinados aspectos del mismo que, ante la nueva realidad económica mundial, pasan a tener una relevancia de primer orden. Con el inicio de la crisis comienza a cuestionarse la solvencia de una parte importante del sistema financiero; la declaración de la quiebra de Lehman Brothers en Septiembre de 2008, lejos de ser un acontecimiento aislado, marca el inicio de un duro periodo para este sector en el que muchos de los grandes bancos en Estados Unidos⁶⁴ y Europa⁶⁵ tendrán que ser rescatados por sus respectivos gobiernos, que se verán obligados a inyectar capital público. Así llegamos al primer elemento al que nos referíamos: el capital de las entidades de crédito que se convierte en un factor clave, medida de su solvencia. Pero es necesario avanzar un paso más, aunque la crisis ha puesto en entredicho la solvencia de muchas entidades, algunas de las más relevantes del entorno financiero, la realidad pone de manifiesto cómo incluso aquellas entidades que presentan sólidos balances, comienzan a tener

⁶⁴ El plan TARP (Troubled Asset Relief Program) supuso la entrega por parte del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos a finales de 2008, de ayudas por 700.000 millones de dólares a numerosos bancos entre los que se encontraron JP Morgan, Bank of America o Goldman Sachs.

⁶⁵ Royal Bank of Scotland, y Lloyds-HBOS, recibieron más de 60.000 millones de dólares del gobierno británico. Los gobiernos de Holanda, Bélgica y Luxemburgo tomaron el 49% de las acciones de Fortis. Alemania acordó una línea de crédito de 50.000 millones de euros para Hypo Real Estate e Islandia también tuvo que intervenir tres entidades en una quiebra del sistema.

graves dificultades para acceder a la liquidez en el mercado interbancario lo que, sin presentar ningún problema de solvencia, les deja en una delicada situación para hacer frente a sus vencimientos en el corto plazo. Por eso, la liquidez se convierte, junto con la solvencia en el otro elemento clave que preside todas las iniciativas puestas en marcha por organismos internacionales y reguladores locales en coordinación con los primeros, para restablecer la estabilidad del sistema financiero y sentar las bases de un nuevo orden económico mundial, con la recuperación de una confianza por parte de todos los intervinientes en el mismo que ha quedado muy dañada y que resulta de vital importancia para el correcto funcionamiento de los mercados. Los llamados “test de solvencia” y “stress de liquidez” son el mejor ejemplo de la relevancia que para las entidades de crédito pasan a tener estas dos variables: el capital y la financiación.

En este contexto, las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios, sin dejar de lado sus beneficios financieros a los que nos referiremos a continuación y que, como ha quedado probado crean valor para la entidad, se presentan como una fuente generadora de capital, por medio de las plusvalías, y de liquidez, por el lado de los ingresos derivados de la venta. Dos aspectos críticos en el nuevo entorno que han permitido a las entidades que las han realizado especialmente a partir del 2008, no solo mejorar su ratio de solvencia sino obtener financiación a un coste muy atractivo, sobre todo en comparación con el que han tenido que pagar por emitir deuda senior o covered bonds⁶⁶ en ese mismo periodo (la emisión de deuda subordinada ha sido muy excepcional y muy limitada debido a su elevado coste).

El análisis de las operaciones y el estudio de los protocolos seguidos por las entidades ha puesto de manifiesto la complejidad de su diseño y ejecución, en unos procedimientos en los que son numerosos los factores que hay que integrar

⁶⁶ Nombre genérico que agrupa los bonos con garantía hipotecaria similares a las cédulas españolas, aunque con peculiaridades legislativas propias en cada país.

(de índole contable, fiscal, medioambiental, empresarial...), para poder llevar a término las operaciones con éxito consiguiendo el objetivo financiero perseguido desde el inicio. Podemos concluir a la luz de la realidad estudiada, que las condiciones finales que rigen las operaciones de sale and leaseback de las entidades de crédito se concretan en extensos contratos, tanto de compraventa como de arrendamiento, con un amplio clausulado resultado de un acuerdo entre las partes que, en el caso de las instituciones financieras a su vez es fruto de un equilibrio definido por dos aspectos decisivos: por un lado, las necesidades inmobiliarias para un adecuado desarrollo del negocio, con una flexibilidad mínima derivada de los extensos periodos de tiempo que abarcan los contratos de arrendamiento; por otro lado, los requisitos exigidos por la normativa contable para la calificación del contrato como operativo y que por tanto, permitirán a la entidad obtener los beneficios financieros que se persiguen con la realización de la operación. La articulación de ambos extremos es compleja porque las condiciones que dan respuesta a las mencionadas necesidades, en ocasiones ponen en entredicho la transferencia efectiva de riesgos y beneficios derivados de la propiedad que la normativa del IASB y del FASB exigen para la calificación contable del arrendamiento como operativo. En este sentido, hay cuestiones en las que la falta de precisión de la norma deja abierto un campo para la interpretación al que las entidades se acogen para el desarrollo de la operativa. Es el caso de la Norma Internacional de Contabilidad cuando plantea como un criterio de calificación del arrendamiento el hecho de que el plazo del mismo cubra la mayor parte de la vida económica del activo o el de que el valor actual de los pagos equivalga a la práctica totalidad del valor razonable del activo objeto de la operación. En algunas de estas cuestiones, la normativa contable americana ofrece un desarrollo normativo más pormenorizado, fruto de la mayor tradición de esta operativa en aquel ámbito geográfico y que de alguna forma supone una referencia para las entidades sometidas al marco conceptual contable del IASB.

Otro de los problemas que el estudio de las operaciones ha puesto de manifiesto, ha sido el derivado de las divergencias normativas existentes entre los

dos grandes sistemas contables a cuya regulación se encuentran sometidas las entidades crediticias. La globalización, presente también con particular fuerza en el ámbito financiero, nos conduce a la existencia de bancos que cotizan simultáneamente en mercados de valores que exigen la presentación de cuentas bajo distintos patrones contables, lo cual puede conducir a tener que realizar importantes reconciliaciones de los datos por parte de los usuarios de la información financiera. En el caso de las operaciones de sale and leaseback, hemos constatado la existencia de diferencias importantes, algunas con trascendencia relevante como la que permite en un caso reconocer todo el beneficio derivado de la venta en el año de su realización y en otro, obliga a su periodificación contable a lo largo de la vida del arrendamiento.

La problemática implícita en esta realidad, se encuentra en el origen de uno de los cinco grandes proyectos de armonización y convergencia contable emprendidos en el año 2006 por los dos organismos que a nivel mundial poseen autoridad normativa en materia contable: el IASB y el FASB y que se centra en la contabilización de los arrendamientos. Del desarrollo de los trabajos que han sido objeto de seguimiento y análisis pormenorizado, puesto que de la calificación contable de los arrendamientos depende la viabilidad de estas operaciones como estrategias de optimización bancaria, podemos concluir que no se trata de una mera coordinación de la redacción de las normas para la aplicación de criterios uniformes que eviten las divergencias sino que, en ellos subyace un replanteamiento de toda la contabilidad derivada de los contratos de arrendamiento de forma que, la información exigida refleje con la mayor fidelidad posible todos los derechos y las obligaciones nacidas a la luz de los mismos.

Conceptualmente, y aunque los avances en estos casi cinco años han sido notables, la cuestión del reconocimiento independiente de determinados derechos y obligaciones sigue siendo controvertida y precisa, sin duda, pronunciamientos claros y definidos sobre los mismos, que se van a traducir necesariamente en un proceso que se prolongará con posterioridad en el tiempo. Si bien se estima que

los trabajos quedaran concluidos a finales de 2011 por lo que a las grandes cuestiones doctrinales se refiere, sería deseable un desarrollo posterior que entrase, en la medida de lo posible, a establecer de forma conjunta para los dos sistemas, criterios claros para las cuestiones claves y determinantes del tratamiento contable de los arrendamientos, tratando de reducir al máximo los conceptos indeterminados, abiertos a amplias posibilidades de interpretación y que en definitiva se constituyen en fuente de inseguridad jurídica, nada deseable para la estabilidad financiera. En este sentido la definición específica sobre las implicaciones de determinadas cláusulas habituales en los contratos de arrendamiento (tales como plazo, opciones de prórroga, cancelación, de compra...) desde la perspectiva de la transferencia efectiva del riesgo, que parece ser el criterio que se va a imponer finalmente, sería una importante contribución a la regulación de esta materia contable.

El estado actual de los trabajos nos lleva a destacar un elemento que reviste especial trascendencia en el marco de una operación de venta y posterior arrendamiento por parte de las entidades de crédito: sí, a diferencia de lo que ocurre en la actualidad cuando el arrendamiento es calificado de operativo, el vendedor tiene que reflejar en su balance como un activo inmaterial el derecho de uso derivado del contrato, otra nueva incertidumbre se abre, cuestionando uno de los efectos positivos que en la actualidad se derivan de esta operativa: desde el punto de vista de la normativa en materia de solvencia, se plantea cual sería el tratamiento de dicho activo inmaterial a efectos de consumo de capital. En la actualidad se contemplan dos posibilidades: el tratamiento del fondo de comercio que se resta directamente del capital requerido o el de otros activos intangibles que consumen activos en riesgo al 100% con el consiguiente coste adicional. De ahí, que sea necesario esperar al pronunciamiento del regulador financiero sobre esta cuestión específica para poder valorar la trascendencia en el impacto final, que destacamos como un potencial elemento a ser tenido en cuenta en un futuro por su trascendencia.

El complejo proceso de recogida de datos que hemos acometido para el desarrollo del estudio empírico ha puesto de manifiesto graves deficiencias por parte de las entidades a la hora de reflejar en sus estados contables los datos relativos a las operaciones objeto de nuestro estudio en cumplimiento de las disposiciones normativas. Así, la normativa IASB establece como requisito la revelación, por parte de los arrendatarios en sus estados financieros, de una serie de aspectos relativos a los arrendamientos operativos que incluyen entre otros, todos los datos precisos para el desarrollo del estudio empírico además de una descripción general de los acuerdos significativos de arrendamiento con datos tales como, la existencia de prórrogas, opciones de compra y cláusulas de actualización o escalonamiento⁶⁷ así como para el caso específico de las operaciones de sale and leaseback, las disposiciones no habituales⁶⁸. De forma paralela, la normativa del FASB establece similar obligación especificando todos los términos de la transacción⁶⁹. En primer lugar, hemos constatado una falta de homogeneidad en cuanto a la forma de presentación de la información: en algunos casos los datos se consignan en las cuentas anuales o en los Form 20-F o 10-k de la SEC; en otras ocasiones en informes de periodicidad inferior como los informes de resultados trimestrales, Form 6-k o 10-Q. En segundo lugar, la información que se ofrece es bastante limitada, omitiendo muchos aspectos que sí son relevantes, particularmente lo referente a opciones de prórroga y de recompra con sus condiciones específicas. En tercer lugar, hemos constatado que existe una tendencia a la agregación de los datos de forma que es difícil la valoración específica e individual de las operaciones, sobre todo en aquellos casos en que las operaciones de sale and leaseback son fruto de un plan estratégico que abarca varios años y de lo que son claro ejemplos las realizadas por entidades como Barclays, Old National Bank o St George Bank.

⁶⁷ Norma Internacional de Contabilidad 17, num 35.

⁶⁸ Norma Internacional de Contabilidad 17, num 65.

⁶⁹ Accounting Standards Codification 840 – 20 -50 y 840 – 40 -50- 1

El proceso de recogida de datos también nos permite concluir con una valoración positiva de la información ofrecida sobre las operaciones de sale and leaseback realizadas por parte de la mayoría de las entidades de crédito españolas: Banco Santander, BBVA, Banco Sabadell o Banesto se ajustan al cumplimiento de la normativa contable dejando constancia de los aspectos más relevantes que precisan los usuarios de la información contable. Entre las entidades australianas y americanas cuyas operaciones se han analizado, hemos encontrado una amplia variedad en relación al cumplimiento de la información a revelar, desde las que lo hacen con rigurosidad hasta las que se limitan a los mínimos exigidos y en ocasiones las que no contemplan ni siquiera estos últimos.

Desde esta perspectiva y dada la trascendencia que algunas de estas operaciones tienen en términos económicos para las entidades que las realizan, sería deseable que la norma fuera más explícita en cuanto a los aspectos específicos de la información a revelar (ya que los conceptos indeterminados abren paso a la discrecionalidad y a la interpretación) o al menos, que los reguladores sectoriales, que en su mayoría tienen capacidad normativa y que en muchos casos como hemos constatado en España, llevan a cabo una formulación específica de las normas contables generales para las entidades de crédito, sí estipulasen la obligatoriedad de consignar todas esas condiciones, tanto del contrato de arrendamiento como del de compraventa, que tienen relevancia financiera.

El estudio de la eficiencia de las operaciones de sale and leaseback en la gestión de una entidad de crédito para configurarlas como estrategias de optimización bancaria y operativa, nos ha conducido al planteamiento y desarrollo de una serie de contrastes sobre los datos empíricos que nos permiten formular las conclusiones que desarrollamos a continuación.

En primer lugar, podemos concluir que el impacto económico de las operaciones de sale and leaseback es función de una serie de variables que van a

incidir en las dos fuentes fundamentales del mismo: la cuenta de pérdidas y ganancias y el ahorro de capital. Dichas variables son el precio de venta, el valor contable de los inmuebles, la rentabilidad de la operación de arrendamiento, la tasa de amortización de los inmuebles, el coste de capital, el coste de financiación, y el número de años de la operación. La variable tipo impositivo, podría tener un impacto en la medida en que supone menos disponibilidad de efectivo ya que el importe neto percibido es función del mismo, pero dadas las dificultades para la obtención de esta variable, que depende no solo de los tipos generales impuestos por ley sino de bonificaciones y exenciones específicas, se ha realizado la hipótesis de considerar un tipo fijo y común para todas las operaciones y por tanto se ha dejado al margen de la contrastación.

Sin embargo, el impacto de las mismas varía si consideramos un solo ejercicio económico, o el conjunto de la vida de la operación de forma que, su contribución al resultado final es mayor en el conjunto de la vida de la operación (con un R^2 de 86.3%) que en el ejercicio (donde el R^2 es de 83%). Adicionalmente, los resultados ponen de manifiesto que la importancia de las variables difiere bastante entre sí, lo cual es significativo para concluir qué variables deben de ser las más valoradas en la negociación entre las entidades y sus compradores-arrendadores para conseguir maximizar su impacto en términos financieros.

Tanto en el corto como en el largo plazo, es el precio la variable que más correlación presenta con el impacto económico y por tanto, podemos señalar que su maximización deberá de ser un objetivo importante a la hora de abordar la operación. Sin embargo los resultados empíricos deben de ser matizados por una consideración de orden normativo contable ya que, como se ha señalado, la restricción que encontraremos es que el precio de venta pueda ser calificado como precio de mercado. En teoría, el precio en una venta para posterior arrendamiento dependerá de las rentas que se vayan a pagar a lo largo de la vida del contrato de forma que, exigida una determinada rentabilidad para la operación por parte del

comprador arrendador, al estar hablando de una equivalencia financiera siempre se podría conseguir un mayor precio de venta, elevando el importe de las rentas futuras a pagar. La condición del “precio de mercado” o “valor razonable” en terminología de muchas legislaciones contables, supone un techo para esa maximización del precio del activo inmobiliario que, como se ha planteado en otra parte de este estudio, si es cierto que admite un cierto margen en cuanto a su fijación a diferencia de lo que ocurre con otros activos como pueden ser los financieros. Por tanto, dentro de esos límites podemos concluir que el precio máximo es el más eficiente en términos de resultados financieros.

Partiendo de los resultados analizados también podemos afirmar que para un ejercicio económico junto con el precio de venta, la rentabilidad exigida por el comprador, que determinará los flujos a satisfacer por el arrendatario en concepto de rentas, y el coste de financiación, constituyen las variables que más contribuyen a la explicación del impacto económico en los términos expuestos. En el corto plazo, el valor contable, el coste de capital, y la tasa de amortización son variables cuyo impacto es mucho más limitado.

Si pasamos a considerar el impacto en su conjunto a lo largo de la vida de la operación, las variables más relevantes en cuanto a la explicación del mismo son el precio de venta, el valor contable, el coste de financiación y el plazo de la operación concretado en el número de años de la misma. El valor contable es particularmente significativo en aquellos casos en que los activos inmobiliarios fueron adquiridos en momentos muy lejanos en el tiempo y con posterioridad han experimentado una fuerte revaloración, como es el caso de lo sucedido con algunas de las operaciones realizadas por los bancos españoles que tuvieron por objeto inmuebles que llevaban en sus balances más de cincuenta años y se han visto favorecidos por el fuerte recorrido alcista de los precios de este mercado.

En segundo lugar, los resultados de los contrastes planteados, nos permiten concluir que el impacto económico de la operación en el resultado ordinario de un

ejercicio es positivo con un nivel de confianza del 98% que mejora al 99% si consideramos el impacto extraordinario que supone la plusvalía. Para los contrastes realizados teniendo en cuenta toda la vida de la operación podemos señalar que con un nivel de confianza del 99% los resultados son positivos en el impacto económico final que tiene en cuenta tanto el ahorro de capital como el extraordinario que supone la plusvalía pero, la afirmación también se sostiene si únicamente se considera el impacto en la cuenta de resultados ordinaria. Este análisis es relevante porque en un planteamiento teórico, un precio de venta elevado supone altas plusvalías, beneficiosas desde el punto de vista del ahorro de capital, pero también al ser la base sobre la que se aplica la rentabilidad para el cálculo de las rentas, el efecto de unos pagos por este concepto cada vez más elevados podría llegar con el paso del tiempo a contrarrestar los efectos positivos derivados de la plusvalía. De ahí la necesidad de verificar en la práctica cual de los dos efectos predomina y por tanto, podemos señalar que tanto para un ejercicio económico como en su consideración conjunta a lo largo de la vida de la transacción, las operaciones de sale and leaseback mejoran el resultado de las entidades que las realizan y por tanto crean valor para las mismas.

En tercer lugar y por lo que a la relación entre las variables se refiere, el estudio empírico nos permite afirmar que existe una relación positiva entre la plusvalía y el ahorro en el consumo de capital tanto en el corto como en el largo plazo así como entre la plusvalía y los resultados ordinarios de la cuenta de pérdidas y ganancias en línea con las consideraciones que acabamos de formular anteriormente.

Respecto al plazo, hemos podido constatar que, cuanto mayor es, más elevado resulta el valor presente de la operación hasta un determinado punto, de forma que los incrementos de valor son cada vez menores. Nuevamente, nos vemos obligados a conjugar los resultados obtenidos de la contrastación empírica con las limitaciones impuestas por la normativa contable de forma que, teniendo en cuenta que para poder ser calificado como operativo, el plazo del

arrendamiento no podrá superar la mayor parte de la vida útil del bien, nos encontramos con que el plazo de cincuenta a cincuenta y cinco años opera como un límite que acota la duración de la operativa.

Finalmente, el análisis realizado sobre otro de los factores relevantes en este tipo de operaciones, el coste de capital, nos permite afirmar que cuanto mayor sea este, mayor será el ahorro de capital derivado de la plusvalía generada. De esta forma el coste de capital es otro factor determinante de la eficiencia operativa que conlleva la ejecución de estas transacciones.

En cuarto lugar, el estudio de las operaciones a través de los ratios financieros más vinculados a la rentabilidad operativa, nos permite concluir que los ratios ponen de manifiesto el impacto positivo derivado de la realización de las mismas, siendo mayor en el caso de los que miden la rentabilidad sobre activo, acción y capital que los que miden propiamente la actividad financiera. En este sentido, así lo podemos afirmar tras los contrastes llevados a cabo sobre la independencia de la plusvalía sobre el ratio de ingreso operativo sobre capital, el margen financiero neto y el ratio de eficiencia. Finalmente, también hemos verificado a través del correspondiente contraste la dependencia del ahorro de capital con la variación de los ratios de rentabilidad sobre el activo y sobre el capital, de forma que podemos señalar que la realización de la plusvalía supone una fuente importante de financiación, aflorando recursos que mejoran esos ratios.

Por todo ello, el estudio realizado nos permite afirmar que las operaciones de venta y posterior arrendamiento de activos inmobiliarios, contribuyen positivamente a mejorar la eficiencia de las entidades de crédito.

Además, podemos destacar ya para finalizar, otra serie de consideraciones que, si bien no se encuentran en la motivación central que origina estas operaciones, si constituyen factores que repercuten de una u otra forma en las entidades. Así, en el actual entorno financiero, en el que los diferentes riesgos asumidos por las entidades de crédito son objeto de análisis pormenorizado,

también podemos señalar que la realización de las operaciones de sale and leaseback contribuyen al control de un riesgo específico que además, en principio no es propio de ellas, como es el riesgo inmobiliario que transfieren al comprador y desde ese momento arrendador, evitando verse afectadas por las fluctuaciones características de este mercado.

Por otro lado, también es preciso tener en cuenta la flexibilidad que aporta el poder prescindir de determinados activos inmobiliarios en los plazos y con los requisitos marcados en los contratos de arrendamiento, cuando ya no sean necesarios, dejando de ser un lastre para la entidad. La única limitación desde esta perspectiva vendrá impuesta por la necesidad de las entidades de crédito de asegurar un control mínimo sobre unos activos que, a pesar de ser cedidos en la vertiente de su gestión inmobiliaria, sí precisan para el normal desarrollo de su actividad.

El incremento en la eficiencia de la gestión de un recurso como es el inmobiliario, constituye otro de los factores nada despreciables en el marco de las políticas de optimización de balances llevadas a cabo por las entidades de crédito. Como se ha expuesto en el trabajo, las operaciones de sale and leaseback implican la cesión de la gestión inmobiliaria de este activo bancario a agentes especializados en esta materia, de forma que la entidad de crédito por una parte no consumirá recursos en este sentido en una actividad que no es específica de su objeto social y por otro, podrá rentabilizar con mucha más eficiencia los recursos obtenidos por la venta, destinándolos a la inversión en activos propiamente bancarios frente a la alternativa de mantener los inmuebles en balance sin rentabilidad efectiva y con el consiguiente consumo de capital.

El desarrollo del estudio también contribuye a descartar las motivaciones puramente especulativas basadas exclusivamente en potenciales revalorizaciones de los inmuebles objeto de la operativa ya que si así fuera, los efectos positivos se centrarían en el corto plazo y como ha quedado acreditado a lo largo de toda la

exposición las ventajas, cuantificadas en términos económicos, derivan de factores más amplios que el puro reflejo contable de la plusvalía en el ejercicio en que tiene lugar la venta, y se prolongan de forma sostenida a lo largo de la vida de la operación.

En definitiva, la investigación desarrollada nos permite concluir afirmando la validez de las operaciones de sale and leaseback de activos inmobiliarios como instrumentos de mejora de la eficiencia de las entidades de crédito en el periodo estudiado, destacando especialmente en el complejo contexto financiero y económico en el que se ven obligadas a desarrollar su actividad en la actualidad, la importancia de estas transacciones como fuente generadora de capital y financiación y por tanto, de solvencia y liquidez. Ambas cuestiones se encuentran en el origen de la crisis iniciada en Agosto de 2007, y en la consolidación de ambos factores, están centrando todos los esfuerzos los organismos internacionales y los reguladores nacionales, en un intento de recuperar la confianza de todos los participantes en el sistema financiero, de forma que, evitando volver a caer en los errores del pasado, las entidades de crédito puedan volver a desempeñar de forma normalizada su función en el conjunto del sistema económico.

Por tanto, las transacciones de venta y posterior arrendamiento de inmuebles por las entidades financieras, se presentan como una estrategia importante en el marco de una gestión integral de todo el balance bancario y de maximización de los recursos de los que disponen, en un mundo cada vez más competitivo.

7. BIBLIOGRAFIA

Adams, A.T. and Clarke, R. 1996, Stock market reaction to sale and leaseback announcements in the UK, *Journal of Property Research*, Vol. 13, pp.31 - 46

American Financial Realty Trust. Annual Report. Form 10-k December 2003, 2005, 2006 and 2007.

Banco de España, 2009. Informe Anual 2009. 3 El Entorno exterior del área del Euro. Pp 85 y ss

Barris, R. 2002. Sale-leasebacks move to the Forefront: what is motivating buyers and sellers and what are their preferred methods? *Briefings in Real Estate Finance* 2 no.2, (September 1): 103-112

Basel Committee on Banking Supervision, 2006. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework Comprehensive Version. *Bank for International Settlements*. June 2006.

Basel Committee on Banking Supervision, 2010. The Basel Committee's response to the financial crisis: report to the G20. *Bank for International Settlements*. October 2010. Disponible en www.bis.org

Basel Committee on Banking Supervision, 2010. Results of the comprehensive quantitative impact study. *Bank for International Settlements*. December 2010. Disponible en www.bis.org

Basel Committee on Banking Supervision, 2010. Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer. *Bank for International Settlements*. December 2010. Disponible en www.bis.org

Basel Committee on Banking Supervision, 2010. Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez. *Bank for International Settlements*. December 2010. Disponible en www.bis.org

Basel Committee on Banking Supervision, 2010. Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. *Bank for International Settlements*. December 2010. Disponible en www.bis.org

Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005. The Federal Reserve System. Purposes and functions. Washington, D.C. Ninth Edition, June 2005.

Bryan, B. (2003), The state of sale-leasebacks: What corporations can and should expect today. *Journal of Corporate Real Estate*. London. Dec 2003. Vol.6, Iss. 1, p. 15 (9 pp.)

Casilda Béjar, R (2004). Tendencias de la e-banca en España. Ediciones Deusto. Planeta de Agostini Profesional y Formación S.L. p.72

Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, que desarrolla lo dispuesto en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, y demás disposiciones que fijan los criterios para el cálculo del coeficiente de recursos propios (BOE de 8 de Abril).

Circular 4/2004, de 22 de diciembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros (BOE de 30 de Diciembre).

Circular 3/2005, de 30 de Junio, modificando la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de recursos propios mínimos (BOE de 13 de Julio).

Circular 2/2006, de 30 de junio, modificando la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE de 8 de Julio).

Circular 3/2008, de 22 de mayo, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE 10 de junio).

Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros (BOE 10 de diciembre).

Circular 1/2009, de 18 de diciembre, a entidades de crédito y otras supervisadas, en relación con la información sobre la estructura de capital y cuotas participativas de las entidades de crédito, y sobre sus oficinas, así como sobre los altos cargos de las entidades supervisadas (BOE 31 de diciembre).

Circular 2/2010, de 27 de enero, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros (BOE 5 de febrero).

Circular 3/2010, de 29 de junio, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros (BOE 13 de julio).

Circular 7/2010, de 30 de noviembre, a entidades de crédito sobre desarrollo de determinados aspectos del mercado hipotecario (BOE 6 de diciembre).

Circular 8/2010, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros (BOE 30 de diciembre)

Consejo de Europa, 1973. Directiva 73/183/CEE. Directiva del Consejo, de 28 de junio de 1973, sobre supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios en materia de actividades por cuenta propia de los bancos y otras entidades financieras. Derogada por DIR 2000/12/CE.

Consejo de Europa, 1977. Directiva 77/780/CEE. Primera Directiva del Consejo, de 12 de diciembre de 1977, sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. Modificada por DIR 86/524/CEE, DIR 89/646/CEE, DIR95/26/CE y DIR 98/33/CE. Derogada por DIR 2002/12/CE.

Consejo de Europa, 2006. Directiva 2006/48/CE. Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición). Modificada por DIR 2207/18/CE; DIR 2007/44/CE; DIR 2007/64/CE; DIR 2008/24/CE; DIR 2009/83/CE; DIR 2009/110/CE; DIR 2009/111/CE; DIR 2010/16/UE; DIR 2010/76/UE y DIR 2010/78/UE.

Consejo de Europa, 2006. Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición).

Cocheo, S. 2008. Have your branch, and sell it too. *American Bankers Association. ABA Banking Journal*, 100, no. 8, (August 1): 16, 18, 20, 22, 55.

Costa, M^a T., 1989. La cooperación entre empresas, nueva estrategia competitiva. *Economía industrial* num. 266, marzo-abril. Pp. 27-45.

Devaney, S. and Liziere, C., 2004. Sale and leaseback, asset outsourcing and capital markets impacts. *Journal of Corporate Real Estate* 6 no. 2. (April 1): 118-132

Elizalde, A. y Repullo, F. 2004. Capital regulatorio y capital económico: un análisis de sus determinantes. *Estabilidad Financiera*, núm. 7. Banco de España. Noviembre 2004. Pp. 143 y ss.

Farb, S. 2003. Sale-leasebacks provide capital for core business investment. *Commercial Investment Real Estate*, Chicago. November 1, 14.

FASB, 1976. Statement of Financial Accounting Standards No. 13 Contabilidad de arrendamientos. Noviembre.

FASB, 1979. Statement of Financial Accounting Standards No. 26 Reconocimiento del beneficio en los arrendamientos tipo-venta de activos inmobiliarios. Abril.

FASB, 1979. Statement of Financial Accounting Standards No. 28 Contabilidad para ventas con arrendamiento posterior. Mayo.

FASB, 1982. Statement of Financial Accounting Standards No. 66 Contabilización de ventas de activos inmobiliarios. Octubre.

FASB, 1988. Statement of Financial Accounting Standards No. 98 Contabilidad de arrendamientos: sale and leaseback con activos inmobiliarios, arrendamientos tipo venta, definición del plazo del arrendamiento, costes iniciales directos de los arrendamientos financieros. Mayo.

FASB Accounting Standards Codification, 2010. Notice to Constituents (v 4.1) About the Codification. Financial Accounting Foundation. 30 April.

Fernández Sánchez, E. 1993. *Alianzas estratégicas*. IFR, Oviedo.

Fondo Monetario Internacional, 1999. Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras: declaración de principios. 26 de septiembre de 1999.

Fondo Monetario Internacional, 2000. Documento complementario al Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras: declaración de principios. 24 de Julio de 2000.

Fuentelsaz, L., Gómez, J. y Lucea, V., 2004. Identificación del competidor y rivalidad en el sector bancario español. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 15, num.2 (2006): 9-28.

Galperin, Ron. 1992. Corporations Use Sale/leasebacks to Cash In on Their Real Estate. *National Real Estate Investor*, May 1, 72.

Gordy, M., y Howells, B (2004). Procyclicality in Basell II: Can we treat the disease without killing the patient? Federal Reserve Board.

Grafton, V. PRUPIM purchases HSBC Park Street building in leaseback deal. <http://www.prupim.com/display?contentId=5666>

Gramercy Capital Corp. Annual Report. Form 10-k December 2008 and 2009.

Horn, J. 2000. Elusive Sources of Capital Forcing Corporations to Re-Focus on Benefits of Sale-Leaseback Financing. *Real Estate Issues*. 25:2. 35-41.

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2006. IASCF, Publication Department. March 2006. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2006. IASCF, Publication Department. April 2006. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2006. IASCF, Publication Department. July 2006. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2006. IASCF, Publication Department. September 2006. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2007. IASCF, Publication Department. March 2007. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2007. IASCF, Publication Department. April 2007. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2007. IASCF, Publication Department. May 2007. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2007. IASCF, Publication Department. July 2007. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2007. IASCF, Publication Department. October 2007. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2008. IASCF, Publication Department. July 2008. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2008. IASCF, Publication Department. October 2008. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2008. IASCF, Publication Department. December 2008. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2009. IASCF, Publication Department. May 2009. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2009. IASCF, Publication Department. June 2009. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2009. IASCF, Publication Department. July 2009. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2009. IASCF, Publication Department. September 2009. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2009. IASCF, Publication Department. October 2009. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2009. IASCF, Publication Department. November 2009. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2009. IASCF, Publication Department. December 2009. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2010. IASCF, Publication Department. 5 January 2010. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2010. IASCF, Publication Department. 2 and 10 February 2010. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2010. IASCF, Publication Department. April 2010. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2010. IASCF, Publication Department. May 2010. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2010. IASCF, Publication Department. July 2010. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2011. IASCF, Publication Department. January 2011. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2011. IASCF, Publication Department. 1 and 2 February 2011. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2011. IASCF, Publication Department. February 2011. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2011. IASCF, Publication Department. 1 and 2 March 2011. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2011. IASCF, Publication Department. March 2011. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2011. IASCF, Publication Department. April 2011. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2011. IASCF, Publication Department. May 2011. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2011. IASCF, Publication Department. June 2011. Disponible en www.iasb.org

IASB Board Decisions on International Financial Reporting Standards Update, 2011. IASCF, Publication Department. July 2011. Disponible en www.iasb.org

IASB Discussion Paper, March 2009. Leases Preliminary Views. IASCF, Publication Department. Disponible en <http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/FF3A33DB-E40D-4125-9ABD-9AF51EB92627/0/DPLeasesPreliminaryViews.pdf> [consultado 3 de Marzo de 2011]

IASB Exposure Draft, August 2010. Leases. IASCF, Publication Department. Disponible en <http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/C03C9E95-822E-4716-81ED04B9-CC4943-BE-0/EDLeasesStandard0810.pdf> [consultado 3 de Marzo de 2011]

IASB – FASB, 2006. Press Release. IASB and FASB announce membership of International Working Group on Lease Accounting. 7 December 2006 Disponible en http://www.fasb.org/news/12-07-06_leases.pdf [consultado 5 de Mayo de 2011]

IASB – FASB, 2009. Meeting 16 September. Comment letter summary and Plan for deliberations. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2009. Meeting 18 November. Lessee accounting – Initial measurement – Subsequent measurement of the obligation to pay rentals – Subsequent measurement of the right of use asset – Leases with options – Contingent rentals and residual value guarantees. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2009. Meeting 16 December. Lessee accounting – Contingent rentals and residual value guarantees – Scope: Purchases and sales of the underlying asset – Investment properties – Non-core and short-term leases.

IASB – FASB, 2010. Meeting 17-18 February. Accounting for changes in contingent rentals; Scope-Purchase or sale of the underlying asset; Lessee accounting – Transition; Definition of the interest rate implicit in the lease; Initial direct costs. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2010. Meeting weeks beginning 15-22 March. Lessee Accounting – Disclosures; Lessor Accounting – Transition; Measurement at initial recognition; Lessor accounting – Residual value guarantees; Accounting for arrangements with lease and non-lease (service) elements; Sale and leaseback transactions. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2010. Meeting week beginning 19 April. IFRS 1 First time adoption of International Financial Reporting Standards; Consequential amendments; Revaluation of the lessee's right of use asset. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2010. Meeting week beginning 17 May. Options; Contingent Rentals and Residual Value Guarantees; Arrangements with service and lease components; Subleases; Presentation; Disclosures. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2010. Meeting week beginning 14 June. Purchase option. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2011. Meeting January 2011. Comment letter summary; Redeliberations plan; Analysis of how a lease should be defined and how it should be distinguished from a service. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2011. Meeting February 2011. Principles relating to the definition of a lease; Types of leases-the case for other than finance leases; Accounting for options to extend or terminate a lease; Accounting for variable lease payments; Other Lease Payment Considerations. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2011. Meeting 1-2 March 2011. Confirmation of the right of uses model; Scope of the leases project and exclusions. Disponible en www.iasb.org

IASB – FASB, 2011. Meeting 14 March 2011. Accounting for Short term leases; Presentation of short term leases; Distinguishing between a lease and a purchase or sale; Accounting for Purchase Options

IASB – FASB, 2011. Progress report on IASB-FASB convergence work. 21 April. Disponible en <http://www.ifrs.org/News/Press+Releases/progress+report+2011.htm> [consultado 26 de Marzo de 2011]

IFRS Foundation, 2010. IFRS Foundation Constitution. Approved by the Members of IASC on 24 May 2000 and revised by the IASC Foundation Trustees

on 5 March and 8 July 2002, 21 June 2005, 31 October 2007, 15 January 2009 and 26 January 2010.

IFRS Foundation and IASB, May 2011. Who we are and what we do. Disponible en http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/F9EC8205-E883-4A53-9972-AD95BD_28E0B5/0/WhoWeAreJanuary2011English.pdf [consultado 15 de Mayo de 2011]

Jarillo, J.C., 1989. Ventaja competitiva y ventaja cooperativa. *Economía industrial* num. 266, marzo-abril. Pp 69-75.

Knight Frank (2007). HSBC completes \$2.2 Billion Sale Leaseback of London HQ. Thursday, May 03, 2007. <http://netleasenews.blogspot.com/2007/05/hsbc-completes-109-billion-sale.html>

Kreditwesengesetz, KWZ (Banking Act) (1998). Sexta enmienda de la ley de 10 de Julio de 1961, del 1 de Enero de 1998 que realiza la adaptación a las directivas comunitarias de armonización de la supervisión bancaria en Europa.

Lalo y Kedia, 1992. Determinantes en la elección estratégica de lo individual frente a la alianza: un marco integrador. *Economía industrial* num. 283, enero-febrero

Lasfer, M. 2007, On the financial drivers and implications of leasing real estate assets: The Donaldsons-Lasfer's Curve. *Journal of Corporate Real Estate* 9, no. 2 (april 1): 72-96.

Levine, R. 2005. Bank Regulation and Supervision. The National Bureau of Economic Research Reporter. Fall 2005

Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de la Entidades Financieras (BOE 1 de Junio).

Ley 13/1994, de 1 de Junio. Autonomía del Banco de España. BOE de 2 de Junio.

Ley 36/2007, de 16 de Noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero (BOE 17 de noviembre).

Liow, K. and Nappi-Choulet, I. 2008. A combined perspective of corporate real estate. *Journal of Corporate Real Estate* 10. No. 1, (January 1): 54- 67

Manning, C. y Roulac, S.E. 2001. Lessons from the past and future directions for corporate real estate research. *The Journal of Real Estate Research*, 22, no. 1/2, (July 1): 7-57.

Mariti, P. and Smiley, R.H., 1983. Cooperative agreements and the Organization of industry. *The Journal of Industrial Economics*, 31 no. 4, (June 1): 437

Martinez, B., 1999. Why Own? Sell it and Then Lease Back the Space. *Wall Street Journal*, April 20, 1999, p. 1.

Mattson-Teig, B. Bundling Sale-Leaseback Sales. *National Real Estate Investor*, June 1, 59-60,62,64.

Norma Internacional de Contabilidad num. 17. Arrendamientos. International Accounting Financial

Nwogugu, M., 2008. On the choice between a sale-leaseback and debt. Certified Public Accountant (Maryland, USA).

OCDE, 1989. Los convenios de cooperación técnica entre firmas independientes. *Economía industrial* num. 266, marzo-abril. Pp. 179-225

Plan General de Contabilidad (Real Decreto 1514/2007, de 16 de Noviembre; BOE 20 de Noviembre de 2007).

Porter, M. y Fuller, M.B. 1988. Coaliciones y estrategia global. *Información Comercial Española*. Núm 658, Junio pp. 101-120.

Priest, R., 2006. Integrating property management into overall business and financial planning. *Journal of Retail and Leisure Property* 5, no. 3, (July 1): 235-238.

Protocolo (nº 4) sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (Diario Oficial de la Unión Europea de 30 de marzo de 2010).

Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas.

Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (BOE 16 de febrero).

Reglamento 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de Julio de 2002.

Roulac, S.E. (2001). Corporate property strategy is integral to corporate business strategy. *The Journal of Real Estate Research*, no. 1/2, (July 1): 129-152.

Rutherford, Ronald C.. 1990. Empirical Evidence on Shareholder Value and the Sale-Leaseback of Corporate Real Estate. *AREUEA Journal* 18, no. 4, (January 1): 522.

Securities and Exchange Commission, 2007. SEC Final Rules: No 33-8879. Acceptance From Foreign Private Issuers of Financial Statements Prepared

in Accordance With Standards Without Reconciliation to U.S. GAAP Other Release No.: 34-57026; Effective Date: March 4, 2008.

Sheshunoff, A. and Madden, M., 2005. High-Performance Financial Management. *Bank Director Magazine*. 3rd Quarter 2005.

Sirmans, C.F. and Slade, B., 2010. Sale-Leaseback Transactions: Price Premiums and Market Efficiency. *The Journal of Real Estate Research* 32, no. 2, (April 1): 221-241.

The IPD Index guide. Edition two. July 2007. www.ipd.com

The Times Online, 2007. HSBC Gets 15 Bids for Canary Warf HQ. 24 March. Disponible en http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article1560533.ece

Tipping, M. and Bullard, R.K., 2007. Sale and leaseback as a British real estate model. *Journal of Corporate Real Estate* 9, no. 4. (October 1): 205-217

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Versión Consolidada publicada el 9 de Mayo de 2008 en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Villasante, P.P. 2003. La política de recursos propios como factor estratégico de las entidades de crédito. *Encuentro 2003 del Sector financiero*. 25 de febrero. Disponible en <http://www.bde.es/webbde/en/secciones/prensa/intervenpub/archivo/villasante/discurdgvillasante.html> [consultado 17 de abril de 2011].

Whiting, G.J. 1999. Monetize your bricks and mortar through a sale-leaseback. *Mergers and Acquisitions*, November 1, 9-13.

8. ANEXOS

8.1. RELACION DE DOCUMENTOS CONTABLES UTILIZADOS PARA EL ESTUDIO DE LAS OPERACIONES Y PÁGINAS WEB DE LAS ENTIDADES

Abn Amro Holding N.V.

- Annual Report 2004
- Annual Report 2005
- Q2 2005 Earnings Call. Agosto 2005. Bloomberg Transcript
- Q3 2005 Earnings Call. Octubre 2005. Bloomberg Transcript
- <http://www.abnamro.com/en/index.html>

Allied Irish Bank p.l.c.

- Report & Accounts 2005
- Annual Report & Accounts 2006
- Highlights - AIB Group Annual Results 2007
- Annual Report 2007
- Highlights - AIB Group interim Results 2008
- Annual Financial Report 2008
- AIB Group interim results 2009
- Allied Irish Banks Form 20-F 31 December 2009
- AIB Group interim results 2010
- Annual Report 2010
- http://www.aib.ie/servlet/ContentServer?pagename=AIB_Investor_Relations/I R_Homepage&channel=IRHP

Arbuthnot Banking Group Plc

- Annual Report 2006
- Annual Report 2007
- <http://www.arbuthnotgroup.com/Presentations.aspx>

Australia and New Zealand Banking Group

- Media Release ANZ (Jones Lang LaSalle) 5 February 2008
- Press Release CBRE Richard Ellis 25 July 2008
- 2008 Annual Report
- 2009 Annual Report
- 2010 Semiannual Report 31.03.10
- <http://www.shareholder.anz.com/phoenix.zhtml?c=96910&p=irol-financials>

Banco Pastor

- Comunicación a la CNMV 5 de junio de 2009
- Comunicación a la CNMV 30 de Julio de 2010
- Q1 2009 Earnings Call. Abril 2009. Bloomberg Transcript
- Q2 2009 Earnings Call. Julio 2009. Bloomberg Transcript
- Q3 2009 Earnings Call. Octubre 2009. Bloomberg Transcript
- <http://corporativa.bancopastor.es/acc-inv-inf-fin-result-trim-2010.html>

Banco Popular Puerto Rico

- Popular, Inc. Annual Report 2007
- Popular, Inc. Annual Report 2008
- Popular, Inc. Form 10-k 31 December 2008
- Popular, Inc. Form 10-k 31 December 2009
- <http://www.popular.com/pr/about/inv/pr-abu-inv-sec.jsp>

Banco Popular

- Informe Anual 2008
- Comunicación a la CNMV 10 de julio de 2008
- Q4 2008 Earnings Call. Enero 2009. Bloomberg Transcript
- Q4 2009 Earnings Call. Enero 2010. Bloomberg Transcript
- Informe Anual 2009
- Q1 2010 Informe Accionistas
- Q2 2010 Informe Accionistas
- Q4 2010 Earnings Call. Febrero 2011. Bloomberg Transcript
- Informe Anual 2010
- <http://www.bancopopular.es/grupo-banco-popular/relacion-con-inversores/informacion-economico-financiera/>

Banco Sabadell

- Informe anual 2008
- Informe financiero trimestral Primer trimestre de 2009
- Quarterly financial report Second quarter, 2009
- Informe financiero trimestral Tercer trimestre de 2009
- Nota de prensa Banco Sabadell 22 de Octubre 2009 Resultados tercer trimestre
- Informe financiero trimestral Cuarto trimestre de 2009
- Annual Report 2009
- Comunicación a la CNMV 26 de Marzo 2010
- Informe financiero trimestral Primer trimestre de 2010
- Informe financiero trimestral Segundo trimestre de 2010
- Q2 2010 Earnings Call. Julio 2010. Bloomberg Transcript
- Annual Report 2010
- <https://www.bancsabadell.com/es/>

Banesto

- 2010 Informe anual

Bank of America

- 2003 Annual Report
- 2004 Annual Report
- <http://investor.bankofamerica.com/phoenix.zhtml?c=71595&p=irol-irhome>

Bank of Florida Corp

- Q4 2008 Earnings Call. Febrero 2009. Bloomberg Transcript
- Fourth Quarter and Full Year 2008 Results
- <http://www.snl.com/irweblinkx/corporateprofile.aspx?iid=4047172>

Bank of Ireland

- Report & Accounts for the year ended 31 March 2004
- Report & Accounts for the year ended 31 March 2006
- Report & Accounts for the year ended 31 March 2007
- Report & Accounts for the year ended 31 March 2008
- Report & Accounts for the year ended 31 March 2009
- The governor and company of The Bank of Ireland Form 20-F 31 March 2009
- <http://www.bankofireland.com/>

Bank of Montreal

- BMO Annual Report 2004
- BMO Annual Report 2005
- BMO Financial Group Form 6 - k. Report record earnings for its fourth quarter and fiscal 2005
- <http://www2.bmo.com/ir>

Barclays PLC

- Annual Report 2006
- Interim Results Announcement. Figures 2007

- Annual Report 2007
- Interim Results Announcement. Figures 2008
- Annual Report 2008
- Interim Results Announcement. Figures 2009
- Annual Report 2009
- Barclays PLC Form 20-F 31 December 2009
- <http://group.barclays.com/Investor-Relations>

BBVA

- Comunicación a la CNMV 25 de Septiembre de 2009
- Información trimestral Enero-Septiembre 2009
- BBVA, S.A. Form 6-k 12 November 2009
- BBVA, S.A. Form 20-F 31 December 2009
- Quarterly Report Results 2009
- Quarterly Report Results January-March 2010
- BBVA, S.A. Form 6-k 30 June 2010
- Quarterly Report Results 2010
- BBVA, S.A. Form 20-F 31 December 2010
- BBVA, S.A. Cuentas anuales 2010
- <http://www.bbva.com/TLBB/tlbb/jsp/esp/home/index.jsp>

Bendigo Bank

- Half Year Financial Report for the period ending 31 December 2007
- Annual Report 2007
- Half Year Financial Report for the period ending 31 December 2008
- Annual Report 2008
- <http://www.bendigoadelaide.com.au/shareholders/index.asp>

Benjamin Franklin Bancorp, Inc

- Press Release Benjamin Franklin 22 December 2006

- Financial results quarter ended 31 December 2006
- Financial results quarter ended 31 March 2007
- Financial results quarter ended 30 September 2007
- Financial results quarter ended 31 December 2007
- Benjamin Franklin Bancorp, Inc. Form 10-k 31 December 2008
- <http://www.rocklandtrust.com/about-us/investor-relations.aspx>

Canadian Imperial Bank of Commerce

- 2000 Annual Report
- 2001 Annual Report
- 2002 Annual Report
- 2003 Annual Report
- 2004 Annual Report
- 2005 Annual Report
- 2006 Annual Report
- 2007 Annual Report
- 2008 Annual Report
- 2009 Annual Report
- <http://www.cibc.com/ca/investor-relations/quarterly-results.html>

Canandaigua National Corporation

- 2007 Annual Report
- 2008 Annual Report
- 2010 Annual Report
- 2009 Annual Report
- http://www.cnbank.com/Your_Bank/CNC_Financials/

Capital Bank Corporation

- Capital Bank Corporation Form 10-k 31 December 2009
- Capital Bank Corporation Form 10-k 31 December 2009

- Capital Bank Corporation Form 10-k 31 December 2009
- Capital Bank Corporation Form 10-k 31 December 2009
- https://www.capitalbank-us.com/about_capital_bank/investor_relations/investor_relation.html

CIMB Group Holding

- Annual Report 2008
- Press Release CIMB Group Holdings 31 December 2009
- Annual Report 2009
- http://www.cimb.com/index.php?ch=group_ch_ir&pg=group_pg_ir_rp&tpt=cimb_group

Citigroup

- Financial Information 2005
- Financial Information 2006
- Annual Report on Form 10-k 2007
- Press Release Citi 19 February 2008
- Annual Report 2008
- <http://www.citigroup.com/citi/fin/index.htm>

Community Valley Bancorp

- Community Valley Bancorp Form 10-k 31 December 2008
- Community Valley Bancorp Form 10-k 31 December 2009
- <http://www.communityvalleybancorp.com/reports/reports.php>

Credit Suisse First Boston

- Credit Suisse Group AG Form 20-F 31 December 08
- <https://www.credit-suisse.com/investors/en/>

DBS Group Holdings Ltd

- Press Release DBS Group 30 November 2005
- Annual Report 2005
- <http://www.dbs.com/investor/Pages/default.aspx>

Deutsche Bank

- Annual Report 2002
- Annual Review 2003
- Annual Review 2004
- Annual Review 2005
- Annual Review 2006
- Annual Review 2007
- http://www.db.com/ir/en/content/ir_releases_2010.htm

Dresdner Bank

- Annual Report 2005
- Annual Report 2006
- <http://www.dresdner-bank.com>

DahSingFinancialHolding Limited

- Annual Report 2007
- DSBG communication to Hong Kong Stock Exchange related to sale leaseback transaction 18 December 2007

First Chester County Corporation

- Financial Statements and Notes for the Year Ended 31 December 2007
Schedule 14A
- Annual Report Form 10-k 31 December 2008
- First Chester County Corporation Form 10-Q 30 June 2009

- <http://www.fnbchestercounty.com/bank/investor/investor.php>

First Financial Bancorp

- First Financial Bancorp Third quarter 2008
- First Financial Bancorp Financial Results 2008
- First Financial Bancorp First quarter 2009
- First Financial Bancorp Second quarter 2009
- First Financial Bancorp Third quarter 2009
- <http://www.snl.com/irweblinkx/corporateprofile.aspx?IID=100255>

First National Bancshares

- First National Bancshares, Inc Form 8-k 23 February 2007
- First National Bancshares, Inc Form 10-Q 30 September 2007
- First National Bancshares, Inc Form 10-k 31 December 2007
- First National Bancshares, Inc Form 10-k 31 December 2008
- First National Bancshares, Inc Form 10-k 31 December 2009
- First National Bancshares, Inc Form 10-Q 31 Marzo 2010
- <http://www.snl.com/irweblinkx/corporateprofile.aspx?iid=4050456>

First Place Financial Corp

- First Place Financial Corp. Form 10-Q 31 Marzo 2009
- <http://www.snl.com/irweblinkx/corporateprofile.aspx?iid=4040220>

Goldman Sachs

- Annual Report 2005
- <http://www2.goldmansachs.com/our-firm/investors/financials/index.html>

HBOS plc

- Annual Report and Accounts 2004
- Annual Report and Accounts 2005
- Annual Report and Accounts 2006
- Annual Report and Accounts 2007
- Annual Report and Accounts 2008
- http://www.lloydsbankinggroup.com/investors/financial_performance/company_results_hbos.asp

Harleysville National Corporation

- 2006 Annual Report on Form 10-k
- Press Release Harleysville 21, November 2007
- Report Fourth Quarter Earnings 2007 on Form 8-k
- 2007 Annual Report on Form 10-k
- Report First Quarter Earnings 2008 on Form 8-k
- HNBC Form 10-Q 31 March 2008
- Report Second Quarter Earnings 2008 on Form 8-k
- HNBC Form 10-Q 30 June 2008
- Report Third Quarter Earnings 2008 on Form 8-k
- HNBC Form 10-Q 30 September 2008
- Report Fourth Quarter Earnings 2008 on Form 8-k
- 2008 Annual Report on Form 10-k
- HNBC Form 10-Q 31 March 2009
- HNBC Form 10-Q 30 June 2009
- HNBC Form 10-Q 30 September 2009
- 2009 Annual Report on Form 10-k
- <http://www.snl.com/irweblinkx/corporateprofile.aspx?IID=4004398>

Heritage Oaks Bancorp

- Heritage Oaks Bancorp Fourth Quarter 2004 Earnings

- 2007 Annual Report
- 2008 Annual Report
- 2009 Annual Report
- 2010 Annual Report
- <http://www.heritageoaksbancorp.com/>

HSBC

- HSBC Ltd Form 6-K, 3 February 2005
- HSBC Ltd Annual Report and Accounts 2005
- HSBC Ltd Annual Report and Accounts 2006
- 2006 Annual Report and Accounts HSBC Holdings plc
- HSBC USA Inc. Form 10-Q, 31 March 2007
- 2007 Annual Report and Accounts HSBC Holdings plc
- HSBC Holdings plc Interim Management Report 30 June 2008
- Comunicación a la CNMV Metrovacesa 27 November 2008
- Comunicación a la CNMV Metrovacesa 5 Diciembre 2008
- 2008 Annual Report and Accounts HSBC Holdings plc
- HSBC Holdings plc Form 20-F 31 December 2008
- HSBC Bank plc Annual Report and Accounts 2008
- 2009 Annual Report and Accounts HSBC Holdings plc
- HSBC Holdings plc Form 6-K, 3 October 2009
- Press Release HSBC 13 November 2009
- HSBC Holdings plc Form 6-K, 13 November 2009
- HSBC Holdings plc Form 6-K, 18 November 2009
- HSBC Holdings plc Form 6-K, 21 December 2010
- Press Release HSBC 21 December 2009
- HSBC Bank plc Annual Report and Accounts 2009
- HSBC USA Inc. Form 10-K 31 December 2009
- HSBC Holdings plc Interim Report 2010
- HSBC USA Inc. Form 10-Q 30 September 2010
- HSBC Holdings plc Form 10-k 31 December 2010

- HSBC Holdings plc Annual Report
- <http://www.hsbc.com/1/2/newsroom/news/news-archive>

Independent Bank Corp

- Q1 2008 Earnings Call. May 2008. Bloomberg Transcript
- Independent Bank Corp. Second Quarter 2008 Earnings
- Q2 2008 Earnings Call. July 2008. Bloomberg Transcript
- Independent Bank Corp. Third Quarter 2008 Earnings
- Independent Bank Corporation Form 10-K, 31 December 2008
- Independent Bank Corporation Form 10-Q, 30 September 2009
- Independent Bank Corporation Form 10-K, 31 December 2009
- Independent Bank Corporation Form 10-Q, 31 March 2010
- <http://www.snl.com/irweblinkx/corporateprofile.aspx?iid=100319>

Indiana Community Bancorp

- Indiana Community Bancorp Form 10-K, 31 December 2006
- Indiana Community Bancorp Form 10-Q, 30 September 2007
- Indiana Community Bancorp Form 10-K, 31 December 2007
- Annual Report 2008
- Indiana Community Bancorp Form 10-K, 31 December 2008
- Indiana Community Bancorp Form 10-K, 31 December 2009
- <http://www.snl.com/irweblinkx/docs.aspx?iid=101857&start=41>

Indymac Corp

- Indymac Corp Third Quarter Results 2007
- Indymac Corp Form 8-K, 12 July 2007
- Indymac Corp Form 10-K, 31 December 2006
- Indymac Corp Form 10-Q, 30 September 2007
- Indymac Corp Form 10-K, 31 December 2007

JP Morgan

- 2006 Annual Report
- 2007 Annual Report
- 2008 Annual Report
- 2009 Annual Report
- <http://investor.shareholder.com/jpmorganchase/sec.cfm?doctype=Annual>

Leesport Bank

- Press Release Leesport 24 November 2004
- Leesport Bank Form 10-K, 31 December 2004
- <http://www.snl.com/Irweblinkx/docs.aspx?iid=100598&start=81>

Lloyds TSB Group

- Lloyds Final Results 2001
- Annual Report & Accounts 2001
- Lloyds Interim Results 30 June 2002
- Annual Report & Accounts 2002
- Lloyds Interim Results 30 June 2003
- Annual Report & Accounts 2003
- http://www.lloydsbankinggroup.com/investors/financial_performance.asp

Merchant Bancshares

- Merchant Bancshares Form 10-K, 31 December 2008
- Merchant Bancshares Form 10-K, 31 December 2009
- <http://www.snl.com/irweblinkx/docs.aspx?iid=100353>

Merril Lynch

- Merrill Lynch Form 10-K, 31 December 2007

- Merrill Lynch Form 10-K, 31 December 2008
- http://ir.ml.com/phoenix.zhtml?c=93516&p=irol-sec&seccat01.3_rs=11&seccat01.3_rc=10

National Australian Bank

- Annual Financial Report 2000
- Annual Financial Report 2001
- NAB Form 10-Q, 31 March 2002
- Annual Financial Report 2002
- Annual Financial Report 2008
- Annual Financial Report 2009
- <http://www.nabgroup.com/0,,36073,00.html>

Nordea

- Annual Report 2003
- Annual Report 2004
- <http://www.nordea.com/Investor+Relations/50892.html>

Old National Bancorp

- ONB Form 10-K 31 December 2006
- ONB Form 10-Q 31 March 2007
- ONB Report Third Quarter Results 2007
- ONB Form 8-K 25 October 2007
- Q4 2007 Earnings Call. Enero 2008. Bloomberg Transcript
- ONB Form 10-K 31 December 2007
- Q1 2008 Earnings Call. Abril 2008. Bloomberg Transcript
- ONB Report Third Quarter Results 2008
- ONB Form 10-K 31 December 2008
- ONB Form 10-Q 31 March 2009
- ONB Form 10-Q 30 June 2009

- ONB Form 10-Q 30 September 2009
- ONB Report Fourth Quarter Results 2009
- ONB Form 10-K 31 December 2009
- ONB Form 10-Q 31 March 2010
- ONB Form 10-Q 30 June 2010
- ONB Form 10-Q 30 September 2010
- ONB Form 10-K 31 December 2010
- <http://www.snl.com/irweblinkx/docs.aspx?IID=100391>

Optimumbank Holdings Inc

- Audited Consolidated Financial Statements 31 December 2007
- Optimumbank Holdings, INC. Form 10-KSB 31 December 2007
- Optimumbank Holdings, INC. Schedule 14A 3 December 2008
- Optimumbank Holdings, INC. Form 10-K for Fiscal Year Ended 31 December 2008
- Optimumbank Holdings, INC. Form 10-K for Fiscal Year Ended 31 December 2009
- <http://www.optimumbank.com/relations.html>

Pacwest Bancorp

- Pacwest Bancorp Form 10-K 31 December 2008
- <http://www.snl.com/irweblinkx/corporateprofile.aspx?iid=4053613>

Royal Bank of Scotland

- Annual Report and Accounts 2007
- Interim Results 2008
- Annual Report and Accounts 2008
- <http://www.investors.rbs.com/>

Regions Financial Corporation

- Press Release Regions Financial Corp 31 May 2008
- Regions Financial Corp Form 10-K 31 December 2005
- Regions Financial Corp Form 10-K 31 December 2007
- Regions Financial Corp Form 10-K 31 December 2008
- Regions Financial Corp Form 10-K 31 December 2009
- https://www.regions.com/about_regions/IR_financial_information.html

Riverview Bancorp, Inc

- Riverview Bancorp, Inc Form 10-K 31 March 2003
- Riverview Bancorp, Inc Form 10-Q 31 December 2004
- Riverview Bancorp, Inc Form 10-K 31 March 2007
- <http://www.riverviewbank.com/about.aspx>

Santander

- Comunicación a la CNMV 25 de enero 2008. Hecho Relevante
- Nota de prensa Santander 5 de febrero 2009
- Annual Report 2007
- Annual Report 2008
- Annual Report 2009
- Banco Santander Form 20-F 31 December 2009
- <http://www.santander.com>

Santander Bancorp

- Annual Report 2003
- Santander Bancorp Form 10-Q 31 March 2004
- Santander Bancorp First Quarter 2004 Results, 21 April 2004
- Santander Bancorp Form 10-Q 31 December 2004
- Annual Report 2004

- Santander Bancorp Form 8-K 20 December 2007
- Sale-Purchase Agreement, 20 December 2007
- Annual Report 2007
- Santander Bancorp First Quarter 2008 Results, 16 May 2008
- Santander Bancorp Results Nine-month period ended September 2008, 12 November 2008
- Santander Bancorp Form 10-K 31 December 2009
- https://www.santandernet.com/es/quienes_somos/bspr/investor_relations.aspx

Shinsei Bank

- Interim Report 2008
- Annual report 2008 for the fiscal year ended March 31,2008
- Annual report 2009 for the fiscal year ended March 31,2009
- Press Release Shinsei Bank 13 March 2008
- http://www.shinseibank.com/investors/en/ir/financial_info/arir_2009/arir_index_2009.html

Shore Bancshares

- Shore Bancshares, Inc Form 10-Q 30 September 2005
- Shore Bancshares, Inc Form 10-K 31 December 2005
- Shore Bancshares, Inc Form 10-K 31 December 2006
- Shore Bancshares, Inc Form 10-K 31 December 2007
- Shore Bancshares, Inc Form 10-Q 30 June 2008
- Shore Bancshares, Inc Form 10-K 31 December 2008
- Shore Bancshares, Inc Form 10-K 31 December 2009
- <http://www.shbi.net/>

St George Bank

- News Release St George 1 August 2006
- News Release St George 1 September 2006

- Consolidated financial report for the half-year ended 31 March 2003
- Appendix 4E Preliminary Final Report for the year ended 30 September 2003
- Concise Annual Report 2003
- Appendix 4D Preliminary Interim Report for the half-year ended 31 March 2004
- Appendix 4E Profit Announcement for the year ended 30 September 2003
- Concise Annual Report 2004
- Appendix 4E Profit Announcement for the year ended 30 September 2005
- Appendix 4E Profit Announcement for the year ended 30 September 2006
- Appendix 4E Profit Announcement for the year ended 30 September 2007
- Annual Report 2007
- Appendix 4D Preliminary Interim Report for the half-year ended 31 March 2008
- Appendix 4E Profit Announcement for the year ended 30 September 2008
- Annual Report 2008
- <http://www.stgeorge.com.au/investor-centre/>

Sterling Bancshares Inc.

- Sterling Bancshares Inc. Form 8-K 13 November 2006
- Sterling Bancshares Inc. Form 8-K 23 January 2007
- Sterling Bancshares Inc. Form 10-K 31 December 2005
- Sterling Bancshares Inc. Form 10-K 31 December 2006
- Sterling Bancshares Inc. Form 10-K 31 December 2007
- Sterling Bancshares Inc. Form 10-K 31 December 2008
- <http://www1.snl.com/irweblinkx/docs.aspx?iid=100517>

Sun Trust Banks

- SunTrust Banks Form 10-K, 31 December 2006
- Q3 2007 Earnings Call. October 2007. Bloomberg Transcript
- SunTrust Banks Form 10-K, 31 December 2007
- Annual Report 2007

- SunTrust Reports Fourth Quarter 2007 Results, 22 January 2008
- SunTrust Banks Form 8-K, 23 January 2008
- Citigroup Financial Services Conference. 29 January 2008, Bloomberg Transcript
- SunTrust Banks Form 10-Q, 31 March 2008
- SunTrust Banks Form 8-K, 22 April 2008
- SunTrust Banks Form 10-Q, 30 June 2008
- SunTrust Reports Second Quarter 2008 Results, 22 July 2008
- SunTrust Banks Form 10-Q, 30 September 2008
- SunTrust Reports Third Quarter 2008 Results, 23 October 2008
- SunTrust Banks Form 10-K, 31 December 2008
- Annual Report 2008
- SunTrust Reports 2008 Results, 22 January 2009
- SunTrust Reports First Quarter 2009 Results, 23 April 2009
- SunTrust Banks Form 10-Q, 30 September 2009
- SunTrust Banks Form 10-K, 31 December 2009
- https://www.suntrust.com/portal/server.pt/community/investor_relations/959

Superior Bancorp

- Superior Bancorp Form 10-K 31 December 2007
- Superior Bancorp Form 10-K 31 December 2008
- Superior Bancorp Form 10-K 31 December 2009
- <http://www.snl.com/irweblinkx/corporateprofile.aspx?iid=4047177>

UBS

- Annual Report 2008

Unicredit Group

- 2008 Consolidated Reports
- 2009 Consolidated Reports

United Western Bancorp

- United Western Bancorp Form 8-K 4 November 2005
- United Western Bancorp Form 10-K 31 December 2005
- United Western Bancorp Form 8-K 21 August 2006
- United Western Bancorp Form 8-K 29 September 2006
- United Western Bancorp Form 10-Q 30 June 2006
- United Western Bancorp Form 10-K 31 December 2006
- United Western Bancorp Form 10-Q 30 June 2007
- United Western Bancorp Form 10-K 31 December 2007
- United Western Bancorp Form 10-K 31 December 2008
- United Western Bancorp Form 10-Q 30 September 2009
- United Western Bancorp Form 10-K 31 December 2009
- United Western Bancorp Form 10-Q 31 March 2010
- <http://www.snl.com/irweblinkx/corporateprofile.aspx?iid=107155>

Valley National Bancorp

- Valley National Corp Form 10-K 31 December 2006
- Valley National Corp Form 10-Q 31 March 2007
- Q1 2007 Earnings Call. April 2007. Bloomberg Transcript
- Valley National Corp Form 8-K 5 April 2007
- Valley National Corp Form 10-K 31 December 2007
- Valley National Corp Form 8-K 4 April 2008
- Valley National Corp Form 10-Q 30 September 2008
- Valley National Corp Form 10-K 31 December 2008
- Valley National Corp Form 10-K 31 December 2009
- <http://www.valleynationalbank.com/shareholder.html>

Wachovia

- Wachovia Form 10-K 31 December 2002

- Q2 2004 Earnings Call. July 2004. Bloomberg Transcript
- Wachovia Form 10-K 31 December 2004
- Wachovia Form 10-K 31 December 2006
- <https://www.wachovia.com/foundation/v/index.jsp?vnextoid=061e5ef43a0aa110VgnVCM1000004b0d1872RCRD>

WestLb

- Annual Report 2006
- http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb_de/en/wlb/ir/home.standard.gid

Westpac

- Annual Report 1999
- Annual Report 2000
- Annual Report 2001
- Annual Report 2002
- Annual Report 2003
- Annual Report 2004
- Annual Report 2005
- Annual Report 2006
- Annual Report 2007
- Annual Report 2008
- 2009 Interim Results (Appendix 4D)
- Full Year 2009 Results
- Annual Report 2009
- <http://www.westpac.com.au/about-westpac/investor-centre/>

Willow Financial Bancorp, Inc.

- Willow Financial Bancorp, Inc. Form 8-K 26 October 2005
- Willow Financial Bancorp, Inc. Form 10-Q 31 March 2006

- Willow Financial Bancorp, Inc. Form 8-K 4 May 2006
- Willow Financial Bancorp, Inc. Form 10-K 30 June 2006
- Willow Financial Bancorp, Inc. Form 10-Q 30 September 2006
- Willow Financial Bancorp, Inc. Form 10-Q 31 December 2006

8.2. *INDICE DE CUADROS*

Cuadro 1	Impacto en resultados y capital de la operación de sale and leaseback	27
Cuadro 2	Tipos de cambio medios contra el euro	169
Cuadro 3	Coste de financiación bancaria	186
Cuadro 4	Financiación bancaria para HKD, SGD y MYR	187
Cuadro 5	Coste de capital: resultados obtenidos	199
Cuadro 6	Datos relevantes para el estudio (1 ^{er} bloque)	205
Cuadro 7	Datos relevantes para el estudio (2 ^o bloque)	209
Cuadro 8	Estadísticas descriptivas: análisis impacto variables en un ejercicio económico	215
Cuadro 9	Resumen modelo: análisis impacto variables en un ejercicio económico	216
Cuadro 10	Análisis de la varianza: análisis impacto variables en un ejercicio económico	216
Cuadro 11	Correlaciones entre variables en un ejercicio económico	217
Cuadro 12	Resumen modelo: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 1	218
Cuadro 13	Análisis de la varianza: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 1	218
Cuadro 14	Resumen modelo: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 2	219
Cuadro 15	Análisis de la varianza: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 2	219

Cuadro 16	Resumen modelo: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 3	220
Cuadro 17	Análisis de la varianza: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 3	220
Cuadro 18	Resumen modelo: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 4	221
Cuadro 19	Análisis de la varianza: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 4	221
Cuadro 20	Resumen modelo: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 5	222
Cuadro 21	Análisis de la varianza: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 5	222
Cuadro 22	Resumen modelo: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 6	223
Cuadro 23	Análisis de la varianza: análisis impacto variables en un ejercicio económico Paso 6	223
Cuadro 24	Resumen de los pasos realizados: análisis impacto variables en un ejercicio económico	224
Cuadro 25	Coeficientes: impacto de las variables en un ejercicio económico	225
Cuadro 26	Estadístico Durbin-Watson: análisis impacto variables en un ejercicio económico	226
Cuadro 27	Estadísticas descriptivas: análisis impacto variables en la operación en su conjunto	231
Cuadro 28	Resumen modelo: análisis impacto variables en la operación en su conjunto	231

Cuadro 29	Análisis de la varianza: análisis impacto variables en la operación en su conjunto	232
Cuadro 30	Correlaciones entre variables en la operación a lo largo de toda la vida	233
Cuadro 31	Resumen modelo: análisis impacto variables vida completa Paso 1	234
Cuadro 32	Análisis de la varianza: análisis impacto variables vida completa Paso 1	234
Cuadro 33	Resumen modelo: análisis impacto variables vida completa Paso 2	235
Cuadro 34	Análisis de la varianza: análisis impacto variables vida completa Paso 2	235
Cuadro 35	Resumen modelo: análisis impacto variables vida completa Paso 3	236
Cuadro 36	Análisis de la varianza: análisis impacto variables vida completa Paso 3	236
Cuadro 37	Resumen modelo: análisis impacto variables vida completa Paso 4	237
Cuadro 38	Análisis de la varianza: análisis impacto variables vida completa Paso 4	237
Cuadro 39	Resumen modelo: análisis impacto variables vida completa Paso 5	238
Cuadro 40	Análisis de la varianza: análisis impacto variables vida completa Paso 5	238
Cuadro 41	Resumen modelo: análisis impacto variables vida completa Paso 6	239

Cuadro 42	Análisis de la varianza: análisis impacto variables vida completa Paso 6	239
Cuadro 43	Resumen modelo: análisis impacto variables vida completa Paso 7	240
Cuadro 44	Análisis de la varianza: análisis impacto variables vida completa Paso 7	240
Cuadro 45	Resumen de los pasos realizados: análisis impacto vida completa	241
Cuadro 46	Coeficientes: impacto de las variables vida completa de la operación	242
Cuadro 47	Estadístico Durbin-Watson: análisis impacto variables vida completa de la operación	243
Cuadro 48	Medias muestrales para variaciones en el plazo de operaciones	256
Cuadro 49	Submuestreo aleatorio diferentes escenarios de plazos para las operaciones	259
Cuadro 50	Intervalos de confianza para la inferencia estadística, diferentes escenarios de plazos para las operaciones	263
Cuadro 51	Medias muestrales para variaciones en el capital	265
Cuadro 52	Submuestreo aleatorio diferentes escenarios de coste de capital para las operaciones	267
Cuadro 53	Intervalos de confianza para la inferencia estadística, diferentes escenarios de coste de capital para las operaciones	269
Cuadro 54	Ratios: ROA, ROE y ROC	273
Cuadro 55	Ratios: IO/CAP, MARGEN FINANCIERO Y ROC	276
Cuadro 56	Prueba T para la muestra	280

Cuadro 57	Estadística de la muestra. Test value=0	281
Cuadro 58	Prueba T para la variable DIF_ROC	283
Cuadro 59	Estadística de la muestra. Test value=0 para la variable	283
Cuadro 60	Correlaciones par DIF_IOSC - PLUSVALIA	287
Cuadro 61	Correlaciones par DIF_MFN - PLUSVALIA	287
Cuadro 62	Correlaciones par DIF_RE - PLUSVALIA	288
Cuadro 63	Estadísticos descriptivos variables AC_CAT y FREC_ROA	290
Cuadro 64	Prueba de Wilcoxon: ranks. Variables AC_CAT y FREC_ROA	290
Cuadro 65	Prueba de Wilcoxon: nivel crítico bilateral. Variables AC_CAT y FREC_ROA	291
Cuadro 66	Estadísticos descriptivos variables AC_CAT y FREC_ROC	291
Cuadro 67	Prueba de Wilcoxon: ranks. Variables AC_CAT y FREC_ROC	292
Cuadro 68	Prueba de Wilcoxon: nivel crítico bilateral. Variables AC_CAT y FREC_ROC	292

8.3. *INDICE DE GRAFICOS*

Gráfico 1	Coste medio de la financiación bancaria en diferentes divisas (2000-2010)	17
Gráfico 2	Evolución del precio de las oficinas en USA	35
Gráfico 3	Evolución del precio de las oficinas en Reino Unido	35
Gráfico 4	Evolución del precio de las oficinas en Canadá	36
Gráfico 5	Evolución del precio de las oficinas en Alemania	36
Gráfico 6	Evolución del precio de las oficinas en Australia	36
Gráfico 7	Evolución del precio de las oficinas en España	37
Gráfico 8	Volumen de operaciones sale and leaseback 2000 - 2010	163
Gráfico 9	Número de operaciones sale and leaseback 2000 - 2010	163
Gráfico 10	Volumen de operaciones sale and leaseback 2000 - 2010: población y muestra	171
Gráfico 11	Número de operaciones sale and leaseback 2000 2010: población y muestra	171
Grafico 12	Evolución Índices de Precios de Consumo	184
Grafico 13	Diagrama dispersión de los residuos. Variables en un ejercicio económico	227
Gráfico 14	Histograma de los residuos. Variables en un ejercicio económico	228
Grafico 15	Diagrama dispersión de los residuos. Variables a lo largo de la vida de la operación.	244
Gráfico 16	Histograma de los residuos. Variables a lo largo de la vida de la operación.	245

Gráfico 17	Contraste unilateral hipótesis nula: impacto económico positivo	247
Gráfico 18	Impacto plusvalía en consumo de capital en un año	252
Gráfico 19	Impacto total de la plusvalía en consumo de capital	253
Gráfico 20	Impacto plusvalía en PyG en un año	254
Gráfico 21	Impacto plusvalía en PyG a lo largo de la vida de la operación	254
Gráfico 22	Relación del plazo y el valor de la operación	257
Gráfico 23	Intervalo de confianza para la inferencia estadística. Plazo	261
Gráfico 24	Intervalos de confianza para la relación plazo valor actual	263
Gráfico 25	Relación coste de capital y ahorro en su consumo	266
Gráfico 26	Intervalo de confianza para la inferencia estadística. Coste de capital	270
Gráfico 27	Dispersión Plusvalía - IOSCO	285
Gráfico 28	Dispersión Plusvalía – Margen Financiero Neto	285
Gráfico 29	Dispersión Plusvalía – Ratio de Eficiencia	286

8.4. LISTA DE SIGLAS MAS UTILIZADAS

ASC	Accounting Standards Codification
CAPM	Capital Asset Price Model
CBOT	Chicago Board of Trade
CINIIF	Comité de Interpretación de Normas Internacionales de Información Financiera
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
FASB	Financial Accounting Standard Board
FED	Federal Reserve System. Acrónimo utilizado en los mercados
FSB	Financial Stability Board
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	International Organization of Securities Commission
NIC	Norma Internacional de Contabilidad
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
SEC	Securities and Exchange Commission
SIC	Standing Interpretations Committe